



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



Khác biệt đến từ chiến lược tiếp cận khách hàng

BÁO CÁO LẦN ĐẦU  
20/02/2019

Nguyễn Mạnh Dũng – Chuyên viên phân tích  
dungnm@kbsec.com.vn

## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Hoạt động kinh doanh gắn liền với hệ sinh thái của 3 doanh nghiệp lớn: Vingroup – Masan – Vietnam Airlines**

TCB là ngân hàng có quy mô tài sản và thị phần tín dụng thuộc топ trung trong nhóm NHTMCP tư nhân, tuy nhiên hiệu quả hoạt động liên tục cải thiện và đã vượt lên топ đầu trong năm 2018. Chiến lược giúp TCB đạt được thành công như vậy nhờ vào chuỗi giá trị mang lại từ hệ sinh thái của Vingroup - Masan - Vietnam Airlines và đi liền với xu hướng phát triển của nền kinh tế được dẫn dắt bởi xuất khẩu, tiêu dùng và đầu tư BDS.

**Ngân hàng số 1 về cho vay mua nhà, tư vấn trái phiếu, bancassurance và ngân hàng giao dịch**

Chúng tôi đánh giá TCB là ngân hàng đã xây dựng được chiến lược tiếp cận khách hàng rất bài bản, có khả năng tạo ra các sản phẩm chất lượng và phù hợp nhu cầu của từng đối tượng khách hàng. Hiện ngân hàng đang giữ vị trí dẫn đầu trên một số mảng kinh doanh chính: Thị phần số 1 về cho vay mua nhà, tư vấn và môi giới trái phiếu, phí bancassurance và đứng đầu về tăng trưởng mảng ngân hàng giao dịch. Mô hình hoạt động hiệu quả và sự năng động của ban lãnh đạo là tiền đề cho những kết quả hiện tại.

**Tiềm năng tăng trưởng trong năm 2019 và cả về dài hạn rất khả quan. Tuy nhiên rủi ro lớn nhất cũng xuất phát từ chính lợi thế hiện có, là sự phụ thuộc vào một nhóm KH lớn**

Cơ sở vốn mạnh, chất lượng tài sản được đảm bảo và chiến lược đúng đắn là nền tảng để TCB tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong năm 2019. Rủi ro chủ yếu đến từ mô hình kinh doanh phụ thuộc vào một nhóm các khách hàng lớn và những dấu hiệu tăng trưởng chậm lại của nền kinh tế. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi vẫn tin tưởng vào thành công của TCB dựa trên những lợi thế kinh doanh bền vững đã được xây dựng qua nhiều năm.

**Cơ hội đầu tư trong ngắn hạn có thể xuất hiện nhờ thị trường ổn định hơn, nhưng nên thận trọng khi đầu tư dài hạn hơn (từ 3 – 4 năm)**

Trên quan điểm đầu tư, chúng tôi cho rằng cơ hội trong ngắn hạn vẫn có do kinh tế Việt Nam vẫn giữ đà tăng trưởng khả quan và kết quả kinh doanh tiếp tục cải thiện. Tuy nhiên, do những diễn biến khó dự đoán về chu kỳ kinh tế và thị trường, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng hơn trong trung hạn từ 3 – 4 năm.

## Mua

Giá mục tiêu	35,700VND
Tăng/Giảm	29%
Giá hiện tại (13/02/2019)	27,550VND
Giá mục tiêu	35,700VND
Vốn hóa thị trường	96,331 tỷ VND (4.16 tỷ USD)
Tỷ giá ngày 13/02/2019: 1USD= 23,150 VND	

### Dự phóng doanh thu và định giá

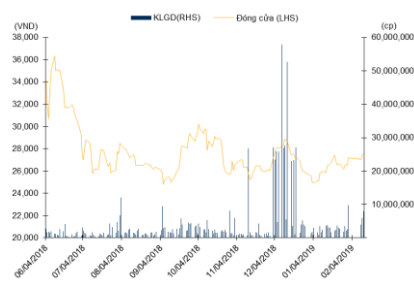
	2018A	2019F	2020F	2021F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	11,127	16,045	19,682	22,634
Tốc độ tăng trưởng (%)	24.6%	44.2%	22.7%	15.0%
Tổng LN hoạt động (tỷ VND)	18,349.77	23,078.29	27,129.05	30,909.55
Chi phí hoạt động CIR (%)	31.8%	32%	32%	32%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	8,474	10,671	12,544	14,293
Tốc độ tăng trưởng (%)	31.5%	25.9%	17.6%	13.9%
EPS (nghìn VND)	2,423.5	3,051.8	3,587.5	4,087.7
BVPS (nghìn VND)	14,809.5	17,861.3	21,448.8	25,536.5
P/B	1.86	1.54	1.28	1.08

### Dữ liệu giao dịch

KLCP đang lưu hành	3,496,592,160
KLGD khớp lệnh TB 10 phiên	4,379,691
% sở hữu nước ngoài	22.5%

### % thay đổi giá

(%)	1M	3M	6M	8M
TCB	-6.17%	6.99%	0.36%	-19.3%
VN-INDEX	-4.6%	4.1%	-3.35%	-6.76%



Nguồn: Fiinpro, KBSV

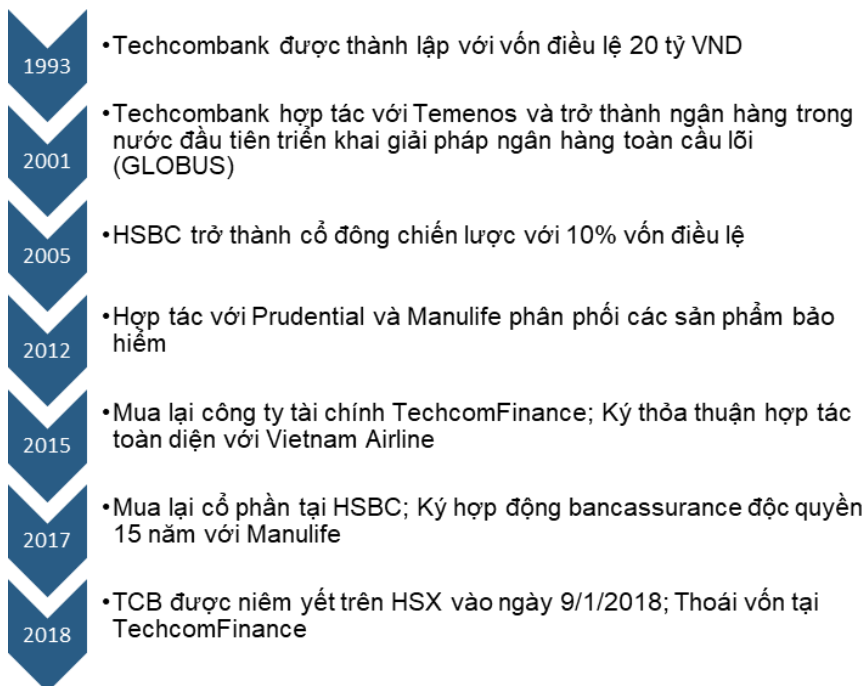
# Mục lục

<b>Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB: HSX)</b> .....	<b>1</b>
<b>THÔNG TIN TỔNG QUAN</b> .....	<b>3</b>
Quá trình hình thành và phát triển .....	3
Cơ cấu sở hữu & Mô hình hoạt động .....	3
<b>MÔ HÌNH KINH DOANH</b> .....	<b>5</b>
Cơ cấu tín dụng .....	5
Cơ cấu huy động .....	5
<b>CHIẾN LƯỢC KINH DOANH</b> .....	<b>6</b>
<b>ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ</b> .....	<b>9</b>
<b>PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH</b> .....	<b>12</b>
Chất lượng tài sản .....	12
An toàn vốn .....	13
Khả năng thanh khoản .....	13
Khả năng sinh lời .....	14
Cập nhật KQKD 2018 .....	15
<b>TRIỂN VỌNG &amp; DỰ PHÓNG KQKD 2019</b> .....	<b>16</b>
<b>ĐỊNH GIÁ &amp; KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ</b> .....	<b>19</b>
<b>PHỤ LỤC</b> .....	<b>21</b>

Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB) được thành lập vào tháng 9/1993 với vốn điều lệ 20 tỷ VND. Hiện tại, 3 mảng kinh doanh chiến lược của TCB là cho vay mua nhà, phân phối bảo hiểm và tư vấn phát hành trái phiếu, với thị phần từng mảng đều đứng đầu hệ thống NHTMCP Việt Nam.

## THÔNG TIN TỔNG QUAN

### Quá trình hình thành và phát triển



#### Quy mô bảng cân đối

TCB hiện đứng thứ 3 về vốn điều lệ với 34,966 tỷ VND (chỉ sau VCB và CTG), thứ 2 về LNTT2018 với 10,661 tỷ VND (sau VCB). Trong khi đó tổng tài sản tại 31/12/2018 đạt 321,050 tỷ VND, chỉ đứng thứ 10 toàn hệ thống và gấp 6.2 lần vốn CSH, mức đòn bẩy thấp nhất toàn ngành.

#### Mạng lưới hoạt động

Hiện TCB hoạt động với 315 chi nhánh và phòng giao dịch, 1,117 máy ATM (chiếm 6.4% tổng lượng máy tại Việt Nam). Số lượng nhân viên tính đến cuối năm 2018 là 9,757 người, tăng 17% so với cuối năm 2017.

#### Thị phần tín dụng và huy động

Quy mô thị phần của TCB không quá nổi bật khi tính đến hết 2018, TCB chiếm 3.5% thị phần huy động và 3.6% thị phần tín dụng toàn hệ thống, đều xếp thứ 8. Nếu xét riêng nhóm các NHTMCP tư nhân thì xếp hạng cũng chỉ đứng thứ 5.

#### Xếp hạng tín nhiệm

Trong năm 2018, TCB đã được Moody's nâng xếp hạng tín nhiệm BCA từ B2 lên mức B1 với triển vọng "ổn định", ngang bằng mức xếp hạng quốc gia. Bên cạnh đó, xếp hạng rủi ro đối tác dài hạn (CRR) cũng được nâng lên mức Ba3, ngang bằng với MBB, VCB, ACB và là mức tốt nhất trong hệ thống ngân hàng Việt Nam.

#### Tình trạng niêm yết

Sau khi mua lại toàn bộ cổ phần từ đối tác chiến lược là HSBC trong năm 2017, ngày 9/1/2018, TCB đã niêm yết trên sàn HSX với 1,165,530,720 cp.

### Cơ cấu sở hữu & Mô hình hoạt động

#### Cơ cấu sở hữu (Biểu đồ 1)

Vietnam Airlines từng là cổ đông chiến lược của TCB nhưng đã thoái vốn do những quy định về đầu tư ngoài ngành. Sau khi TCB mua lại toàn bộ cổ phần

từ đối tác chiến lược HSBC, hiện chỉ còn Masan Group là cổ đông tổ chức lớn với khoảng 15% cổ phần nắm giữ ở ngân hàng này, đây là một đối tác quan trọng trong chuỗi giá trị của TCB sẽ được phân tích kỹ hơn ở phần sau. Trong khi đó, chủ tịch Hồ Hùng Anh và những người có liên quan đang nắm khoảng 17% vốn điều lệ ngân hàng.

**Mô hình hoạt động (Hình 1)**

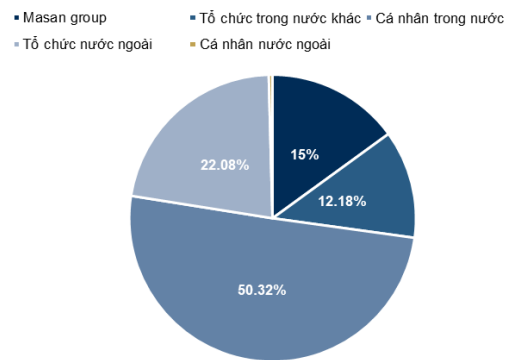
Hiện ngoài ngân hàng thương mại là hoạt động chính, TCB cũng đang sở hữu 3 công ty con hoạt động trên 3 lĩnh vực là Dịch vụ chứng khoán; Quản lý nợ & Khai thác tài sản và Quản lý vốn với vốn điều lệ lần lượt là 1,000; 410 và 40 tỷ VND. Trong đó mảng dịch vụ chứng khoán với Techcomsecurities là công ty số 1 về dịch vụ ngân hàng đầu tư mảng DCM và đang chiếm đến hơn 80% thị phần môi giới trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam.

Hình 1: Mô hình hoạt động của TCB



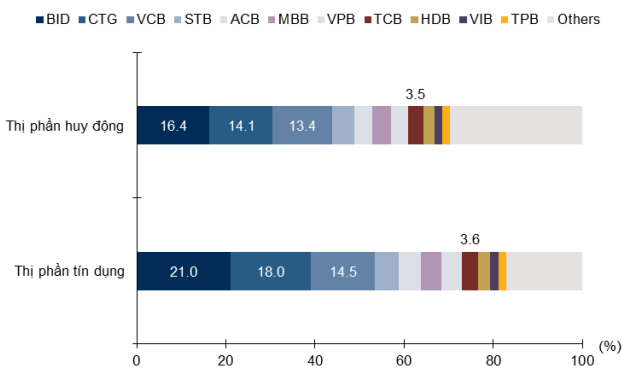
Nguồn: TCB; KBSV Research

Biểu đồ 1: Cơ cấu sở hữu của TCB



Nguồn: TCB; KBSV Research

Biểu đồ 2: Thị phần tín dụng và huy động



Nguồn: SBV; BCTC Ngân hàng; KBSV Research

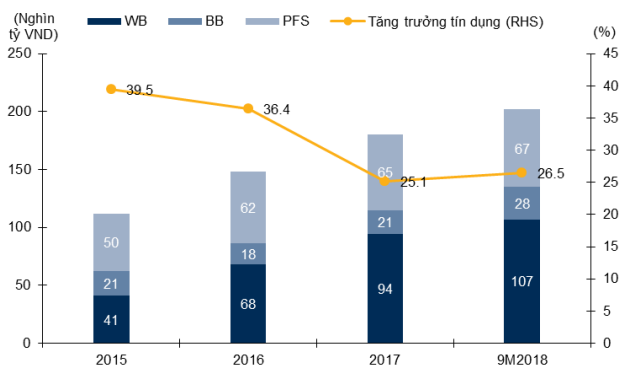
## MÔ HÌNH KINH DOANH

### Cơ cấu tín dụng

3 phân khúc mục tiêu gồm Ngân hàng Bán buôn (WB); Ngân hàng Doanh nghiệp (BB); Dịch vụ Ngân hàng và Tài chính Cá nhân (PFS) với tỷ trọng đến 9T2018 lần lượt là 53%; 13.9% và 33.2%

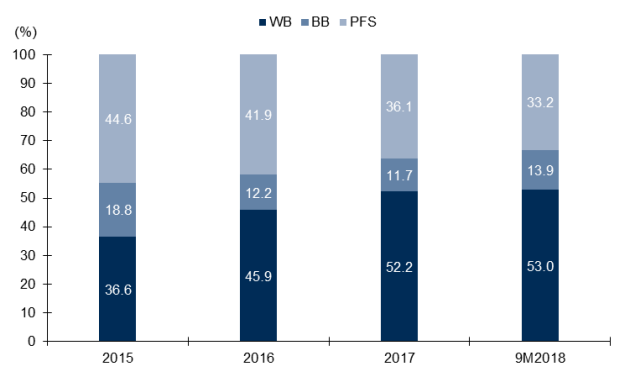
- **Nhóm WB:** Gồm các doanh nghiệp có DT hàng năm > 600 tỷ VND. Đây có thể coi là nhóm “mỏ neo” trong chuỗi giá trị của TCB, tạo đầu mối quan hệ với nhóm KH lớn và là cơ sở để ngân hàng phát triển ra các nhóm KH khác. Dư nợ và tỷ trọng nhóm này liên tục tăng mạnh nhất trong các phân khúc từ năm 2015 đến nay (hiện chiếm trên 53%) cho thấy rõ vai trò chiến lược này (Biểu đồ 4).
- **Nhóm BB:** Gồm các doanh nghiệp có DT hàng năm < 600 tỷ VND, thuộc phân khúc các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME). Dù tỷ trọng phân khúc này đang là thấp nhất (14%) nhưng TCB đang có chiến lược đẩy mạnh phân khúc này với dư nợ đã tăng gần 50% yoy trong năm 2018.
- **Nhóm PFS:** Tập trung vào đối tượng khách hàng cá nhân với các sản phẩm cho vay, tiền gửi, các dịch vụ gia tăng như baccassurance, phân phối trái phiếu, các dịch vụ giao dịch ngân hàng điện tử và ngân hàng số. Cho vay mua nhà để ở là sản phẩm chiếm 67% tổng dư nợ nhóm PFS. Theo sau lần lượt là cho vay thẻ tín dụng và mua ô tô, tuy nhiên tỷ trọng khá thấp với tổng 2 nhóm chỉ quanh 10%.

Biểu đồ 3: Tăng trưởng tín dụng khách hàng (gồm cả TP)



Nguồn: TCB; KBSV Research

Biểu đồ 4: Cơ cấu tín dụng khách hàng



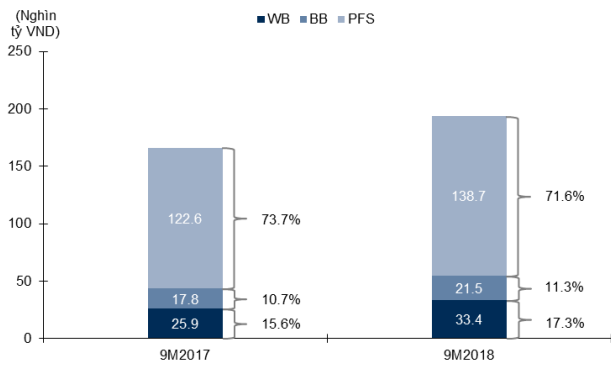
Nguồn: TCB; KBSV Research

### Cơ cấu huy động

TCB không còn nhiều áp lực phải tăng huy động từ kênh giấy tờ có giá do đã bán đi mảng tài chính tiêu dùng tại TechcomFinance. Trong khi đó, cả 3 nhóm WB, BB, PFS đều đạt mức tăng trưởng ổn định, và PFS vẫn là nhóm quan trọng nhất với 138.7 nghìn tỷ VND (71.6% huy động KH).

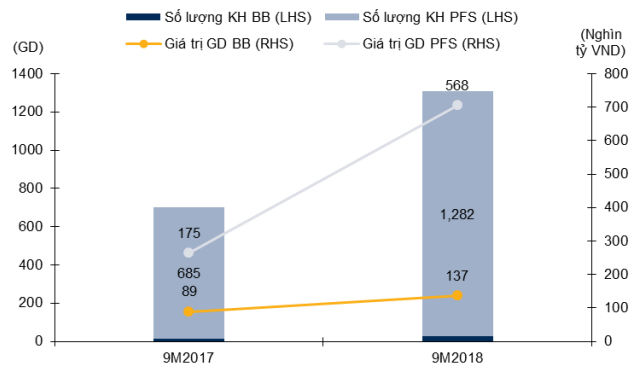
Tính đến hết Q3/2018, số lượng KH cá nhân đang hoạt động của TCB là hơn 1.3 triệu KH, tăng gần gấp 2 so với cùng kỳ năm trước với tổng giá trị GD tăng hơn 3 lần đạt khoảng 568,000 tỷ VND. Số lượng giao dịch trên KH cũng tăng mạnh từ 23 lên 33 GD (43%). Sự tăng trưởng ấn tượng này đang cho thấy chiến lược phát triển ngân hàng GD tận dụng xu thế mua sắm online của TCB đang đi đúng hướng và đạt được thành công bước đầu khá khả quan.

Biểu đồ 5: Cơ cấu và tăng trưởng tiền gửi khách hàng



Nguồn: TCB; KBSV Research

Biểu đồ 6: Số lượng và giá trị giao dịch khách hàng



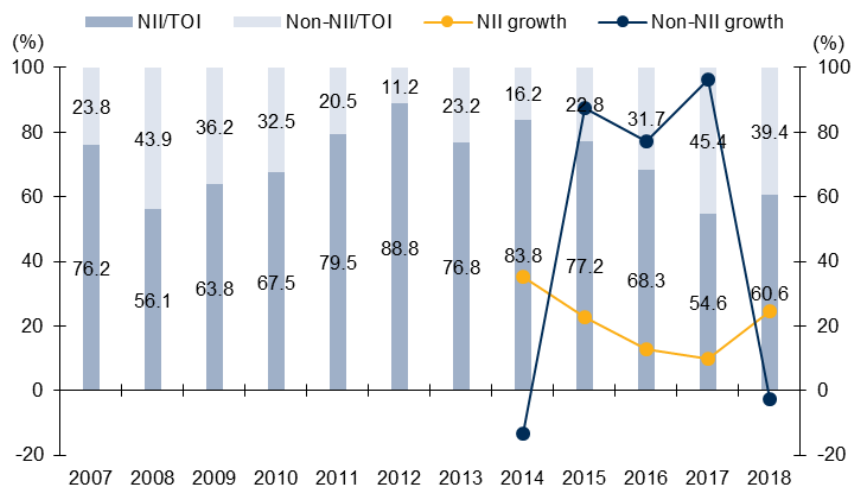
Nguồn: TCB; KBSV Research

**Theo đuổi chiến lược đa dạng hóa nguồn thu, giảm thiểu rủi ro tín dụng**

**CHIẾN LƯỢC KINH DOANH**

Cơ cấu TOI của TCB có sự chuyển dịch rõ rệt từ năm 2014 với tỷ trọng Non-NII liên tục tăng mạnh. Tỷ trọng NII giảm trong khi vẫn tăng trưởng khá tốt về giá trị cho thấy chiến lược đa dạng hóa nguồn thu qua hoạt động ngoài lãi của TCB đang rất được chú trọng và đã có những kết quả ấn tượng. Hết năm 2018, tỷ trọng Non-NII đạt 39.4%, cao nhất hệ thống ngân hàng.

Biểu đồ 7: Cơ cấu TOI



Nguồn: TCB; KBSV Research

**Chiến lược khác biệt đến từ cách tiếp cận khách hàng theo mô hình chuỗi giá trị, trên nền tảng mối quan hệ với các đối tác lớn**

Về tổng thể, phần lớn nguồn thu của TCB được tạo ra trong chuỗi giá trị thể hiện ở Hình 2. Trong đó, các doanh nghiệp “mỏ neo” (thường là các doanh nghiệp lớn, đầu ngành – thuộc nhóm WB) là nền tảng quan trọng nhất trong hoạt động kinh doanh của ngân hàng.

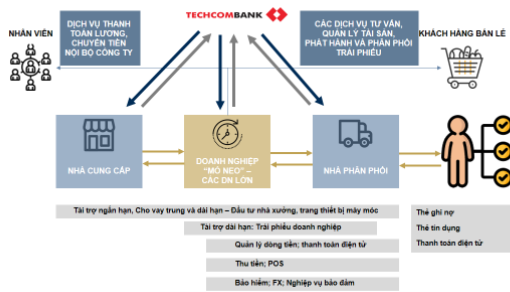
**Bước 1:** Các doanh nghiệp “mỏ neo” mà TCB tiếp cận thuộc 1 trong 6 lĩnh vực kinh tế bao gồm: Bất động sản; Ô tô; Dịch vụ tài chính; Du lịch và giải trí; Bán lẻ (FMCG); Tiện ích và Viễn thông (Hình 3). Cách ngân hàng lựa chọn các nhóm ngành này dựa trên 3 tiêu chí: 1) Tỷ trọng đóng góp vào GDP; 2) Tốc độ tăng trưởng ngành; 3) Xu hướng đầu tư của khối FDI. Chúng tôi đánh giá cao cách tiếp cận này của TCB khi giúp TCB tiếp cận đúng xu thế phát triển của kinh tế Việt Nam và tận dụng kinh nghiệm lâu năm của dòng vốn đầu tư

nước ngoài.

**Bước 2:** Từ nền tảng ban đầu vững chắc này, TCB mở rộng ra phân khúc BB và PFS trên toàn chuỗi giá trị xoay quanh các doanh nghiệp “mỏ neo”. Bên cạnh mối quan hệ với các khách hàng lớn, cách tiếp cận của TCB là tập trung xây dựng đội ngũ nhân sự chuyên sâu cho mỗi ngành trong 6 nhóm ngành nói trên, từ đó giúp ngân hàng đưa ra các sản phẩm tạo giá trị gia tăng cao nhất trên toàn chuỗi giá trị, mang lại nguồn thu lớn từ cả NII và Non-NII.

Chúng tôi đánh giá mô hình tiếp cận khách hàng nói trên mang lại 2 lợi thế quan trọng nhất cho TCB là: 1) Sự gắn bó khó tách rời của khách hàng và 2) Tận dụng được nguồn tiền lớn, chi phí rẻ luôn chảy trong hệ thống.

Hình 2: Mô hình tiếp cận khách hàng của TCB



Nguồn: TCB; KBSV Research

Hình 3: Các phân khúc chiến lược

6 lĩnh vực kinh tế chính								
	BDS	Ô tô	Dịch vụ tài chính	Du lịch & Giải trí	Bán lẻ/ FMCG	Tiện ích & Viễn thông	Tổng	
Đóng góp vào GDP (%)	14%	5%	7%	8%	13%	1%	48%	
Tăng trưởng doanh thu 2012-2016 (%)	14%	16%	20%	10%	15%	10%	14%	
Số lượng doanh nghiệp	WB	458	138	82	137	232	1,113	
	BB	79,337	25,079	6,397	42,110	28,258	184,624	
Nhu cầu dài hạn			Nhu cầu ngắn hạn					

Nguồn: TCB; KBSV Research

**Tập trung vào nhóm khách hàng cá nhân có vai trò quan trọng hàng đầu trong phát triển kinh tế Việt Nam**

Trong phân khúc khách hàng cá nhân, dù phát triển dọc toàn bộ các phân khúc thu nhập, chúng tôi cho rằng hướng đi của TCB hiện tại đang chủ yếu xoay quanh nhóm trung và cao cấp (thu nhập trên 200 triệu/năm). Đây là cách tiếp cận đúng đắn theo đánh giá của chúng tôi, vì đây sẽ là bộ phận dẫn dắt hầu hết mọi xu hướng phát triển tại Việt Nam trong thời gian tới, từ thói quen tiết kiệm, chi tiêu đến nhu cầu bảo vệ, đầu tư ngày càng hiện đại hơn. Hiện nhóm này đóng góp gần 80% tổng tiền gửi nhóm PFS, hơn 70% TOI nhóm PFS và là nhóm có mức độ gắn bó với ngân hàng cao nhất (trên 50% KH có giao dịch trên 5 năm)

Hình 4: Các phân khúc khách hàng cá nhân

Thu nhập TB năm	Quy mô thị trường	Thị phần TCB	Mô hình sản phẩm
> 1 tỷ VND	261,000 nghìn KH	35%	- Hoàn tiền - Thẻ tín dụng - Cho vay mua nhà, ô tô - Chi nhánh - Bảo hiểm - RM - Trái phiếu DN
200 triệu – 1 tỷ VND	2.3 triệu KH	7%	
< 200 triệu VND	71 triệu KH	7%	- Thẻ debit - NH di động - NH điện tử - Dịch vụ miễn phí - ATM - Các dịch vụ automated - Tổng đài dịch vụ
< 200 triệu VND	Tiềm năng lớn	Tiềm năng lớn	

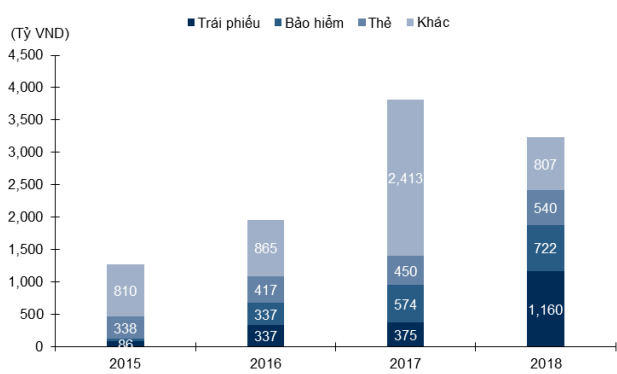
Nguồn: TCB; KBSV Research

**Phát triển ngân hàng bán lẻ không chỉ dựa trên tín dụng, TCB rất nhanh nhạy trong các xu thế lớn của ngành, hỗ trợ lớn cho Non-NII**

Bên cạnh hoạt động cốt lõi là tín dụng, TCB cũng tận dụng tối đa chuỗi giá trị trên để mở rộng nguồn thu ngoài lãi, bao gồm:

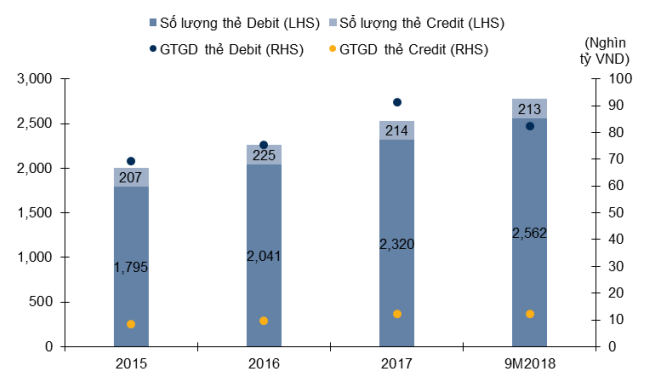
- **Hoạt động tư vấn, phát hành trái phiếu:** TCB hiện giữ khoảng 39% thị phần tư vấn phát hành TPDN (sơ cấp). Trong 3 năm gần đây, ngân hàng đang chuyển từ cho vay tín dụng thu lãi sang trở thành trung gian mua và phân phối trái phiếu doanh nghiệp thu phí, một hình thức cấp tín dụng khác nhưng sẽ giảm được rủi ro nếu TCB có khả năng phân phối lượng TP mua vào. TCBS (hiện giữ trên 80% thị phần môi giới TP) sẽ là đầu mối phân phối lượng trái phiếu này, và chúng tôi đánh giá mô hình này đang khá thành công khi số lượng TPDN được TCBS phát hành lớn hơn nhiều giá trị ghi sổ lượng TPDN mà TCB nắm giữ. Chúng tôi cho rằng TCB sẽ tiếp tục duy trì chiến lược này trong điều kiện tăng trưởng tín dụng dần bị kiểm soát chặt, tuy nhiên sẽ chịu rủi ro đáng kể đến từ những KH lớn.
- **Hoạt động thanh toán, thẻ:** Hiện khoảng gần 1/3 doanh thu dịch vụ thanh toán tiền mặt của TCB đến từ KH cá nhân. Trong khi các dịch vụ thanh toán, tài trợ cho nhóm KH doanh nghiệp được duy trì ổn định hàng năm tận dụng hệ sinh thái sẵn có, chúng tôi đánh giá cao mảng dịch vụ, thanh toán cho KH cá nhân, cả về mặt chiến lược lẫn hiệu quả kinh doanh. Chiến lược của TCB là tập trung phát triển công nghệ, mở rộng hệ thống tạo sự tiện lợi khi giao dịch, song song với việc loại bỏ các loại chi phí mà khách hàng không thoải mái khi trả (như phí chuyển tiền, ATM, ...). Đây là xu thế tất yếu của hệ thống ngân hàng trên thế giới và TCB đang đi đầu tại Việt Nam, điều này đã giúp tăng mạnh cơ sở khách hàng và số lượng giao dịch lên gấp 3 từ cuối 2016, từ đó tạo ra các nguồn thu từ phí khác hiệu quả và bền vững hơn.
- **Hoạt động bancassurance:** TCB khá nhanh nhạy trong xu thế phát triển của ngành bảo hiểm Việt Nam qua việc ký hợp đồng banca độc quyền 15 năm với Manulife vào năm 2017, giúp doanh thu hoa hồng bảo hiểm tăng mạnh khoảng 3 lần trong 2018. Mạng lưới khách hàng cá nhân mạnh trong hệ sinh thái cùng với triển vọng tăng trưởng ngành bảo hiểm sẽ đảm bảo nguồn thu phí ổn định cho TCB tại mảng này.

**Biểu đồ 8: Cơ cấu doanh thu phí dịch vụ**



Nguồn: TCB; KBSV Research

**Biểu đồ 9: Tình hình giao dịch thẻ tại TCB**



Nguồn: TCB; KBSV Research



## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá cao mô hình hoạt động của TCB từ cách tiếp cận ban đầu đến việc xây dựng hệ thống nguồn lực và nhân sự thực thi chiến lược. Mô hình hệ sinh thái với những mối quan hệ quan trọng với các khách hàng lớn như Vingroup, Masan, Vietnam Airlines, Thaco trên các lĩnh vực BĐS, bán lẻ, Ô tô, Logistics, Du lịch & Giải trí, giúp TCB tạo dựng được vị thế và lợi thế cạnh tranh.

### Thị phần số 1 về cho vay mua nhà để ở

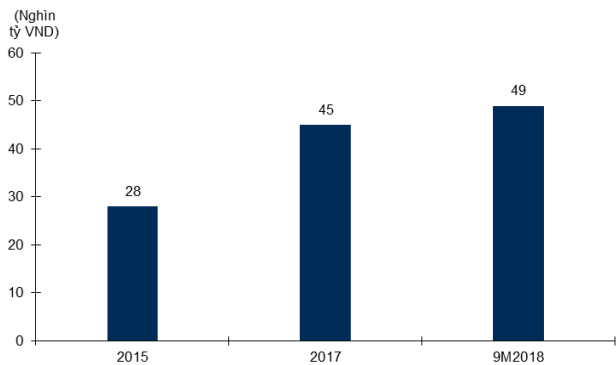
TCB chiếm 31% thị phần cho vay thế chấp mua nhà ở cao cấp tại Hà Nội và TP HCM, đứng đầu thị trường và trên cả nhóm các doanh nghiệp quốc doanh. Quan hệ bền chặt với các chủ đầu tư lớn mang lại kết quả này cho ngân hàng. Trong đó, riêng Vingroup với hơn 11,000 KH đóng góp hơn 85% khoản cho vay mua nhà tại TCB.

### Vị thế ngân hàng giao dịch top đầu

Năm 2018, TCB đã vươn lên số 1 về giao dịch qua thẻ tín dụng và ghi nợ của Visa, một trong những thương hiệu thẻ thanh toán phổ biến nhất tại Việt Nam hiện nay.

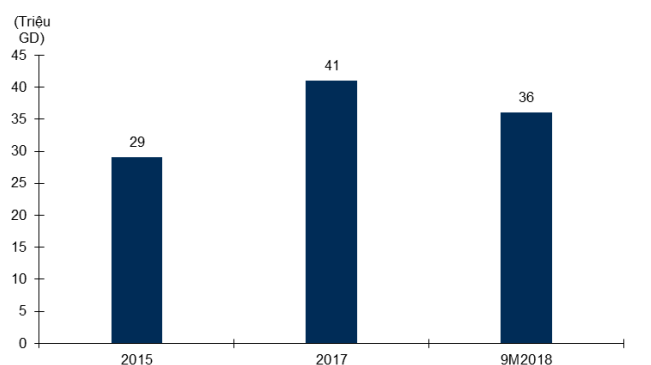
Bên cạnh đó, TCB tiếp tục duy trì vị thế hàng đầu trong các quan hệ đối tác với Vietnam Airlines và Masan nhằm tiếp cận được tập khách hàng cá nhân lớn, trung đến cao cấp. Hiện riêng Vietnam Airlines đem lại cho TCB khoảng 37.000 khách hàng sử dụng thẻ tín dụng và thẻ ghi nợ đồng thương hiệu (chiếm 13% lượng KH trung – cao cấp) và đóng góp khoảng 15% tín dụng mua nhà tại TCB.

Biểu đồ 10: Dư nợ cho vay mua nhà



Nguồn: TCB; KBSV Research

Biểu đồ 11: Số lượng giao dịch qua thẻ của TCB



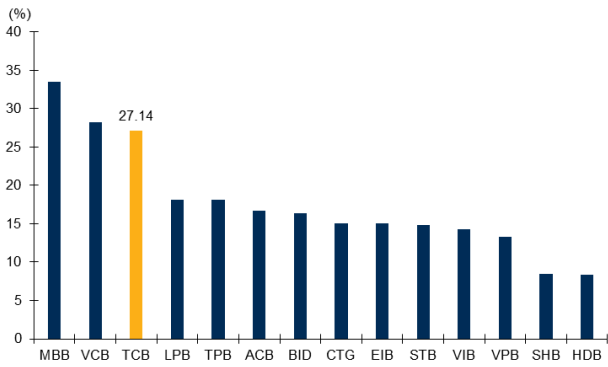
Nguồn: TCB; KBSV Research

### CASA của TCB tăng trưởng tốt nhất ngành, lọt top 3 ngân hàng có tỷ lệ CASA cao nhất, bỏ xa nhóm còn lại

Việc xây dựng thành công mô hình kinh doanh trên giúp TCB tích lũy được lượng tiền gửi CASA rất lớn với chi phí rẻ, là cơ sở giúp ngân hàng tạo lợi thế lớn về lãi suất cho vay khi mở rộng các phân khúc BB và PFS. CASA hết năm 2018 của TCB là 27.14%, dù vẫn thấp hơn MBB và VCB nhưng đây vẫn là một mức rất cao trong ngành và thể hiện sự tăng trưởng ấn tượng.

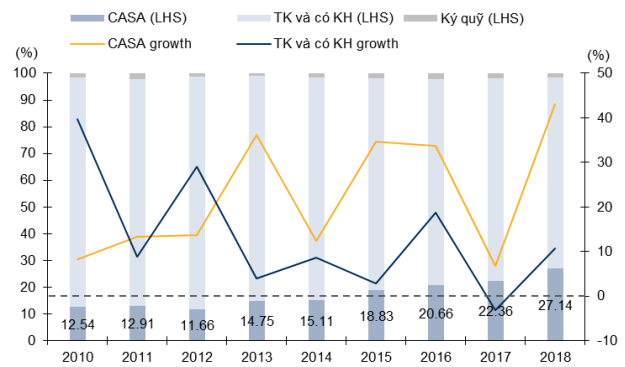
TCB thu hút được CASA cao và ổn định nhờ nguồn tiền gửi của các doanh nghiệp lớn như Masan, Vietnam Airlines và Vingroup. Ngoài ra, mô hình chuỗi giá trị như đã phân tích ở trên cũng đem lại cho ngân hàng lượng khách hàng cá nhân lớn với dòng tiền luôn chảy trong hệ thống của TCB, đây là một lợi thế không dễ đạt được đối với các ngân hàng khác.

Biểu đồ 12: So sánh tỷ lệ CASA ngành ngân hàng



Nguồn: TCB; KBSV Research

Biểu đồ 13: Cơ cấu tiền gửi theo kỳ hạn



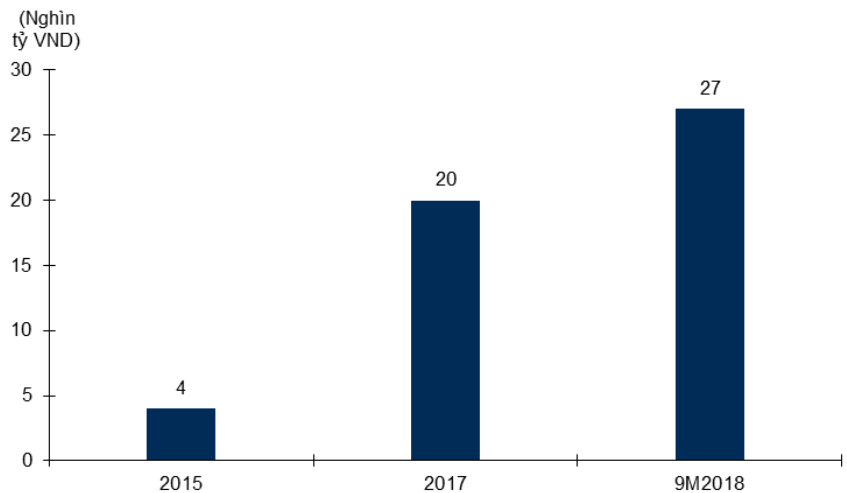
Nguồn: TCB; KBSV Research

**Vị thế số 1 trong mảng tư vấn, phát hành trái phiếu doanh nghiệp**

Các kết quả chứng minh cho vị thế của TCB gồm: Trên 80% thị phần môi giới phát hành TPDN; Hơn 13,000 tài khoản, gần 39,000 giao dịch; Khoảng 27,000 tỷ VND iBonds đã được phân phối.

Hiện quy mô thị trường TPDN tại Việt Nam còn khá nhỏ và tập trung vào một số DN lớn, phần nhiều trong số đó đã là KH của TCB trong nhiều năm. TCB đã và đang tận dụng tối đa mối quan hệ của mình với Vingroup và Masan nhằm gia tăng nguồn thu phí từ tư vấn phát hành và môi giới trái phiếu. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là nền tảng về kinh nghiệm và kỹ thuật rất tốt để TCB duy trì vị thế dẫn đầu của mình khi thị trường TPDN tiếp tục được mở rộng.

Biểu đồ 14: Quy mô tư vấn phát hành trái phiếu của TCB



Nguồn: TCB; KBSV Research

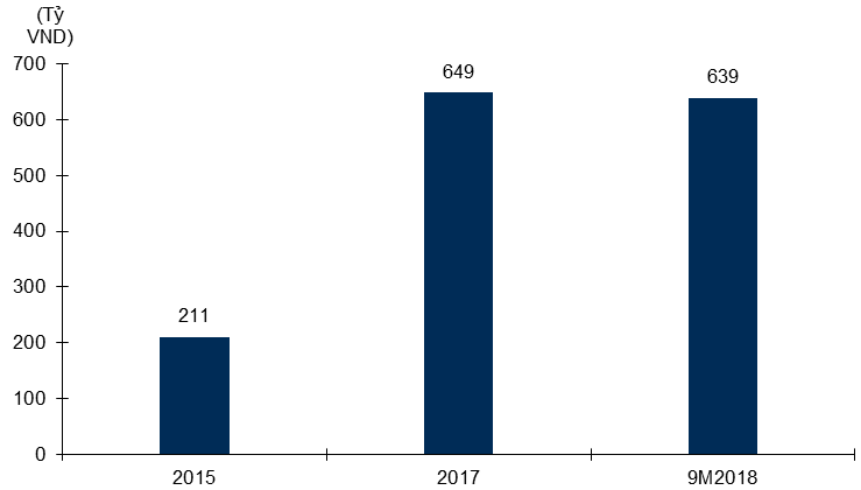
**Đứng số 1 về thị phần bancassurance**

Hiện TCB nắm 21% thị phần bán bảo hiểm qua kênh ngân hàng, bỏ xa các ngân hàng khác. Ngoài ra, việc trở thành đối tác độc quyền dài hạn với Manulife, công ty đang chiếm khoảng 15% thị phần phí bảo hiểm nhân thọ khai thác mới tại Việt Nam sẽ đảm bảo sự tăng trưởng tốt cho TCB tại mảng này.

Xu hướng phân phối bảo hiểm qua kênh ngân hàng còn rất nhiều tiềm năng và 1 trong các xu hướng chủ đạo tại Việt Nam. Techcombank đã khá nhanh

nhạy so với các NH khác khi xây dựng quan hệ đối tác với Manulife từ sớm, tận dụng tốt cơ sở khách hàng của mình giúp đối tác gia tăng doanh thu và thị phần nhanh, từ đó được hưởng nhiều ưu đãi hơn các đối thủ về mức phí hoa hồng.

Biểu đồ 15: Thay đổi doanh thu phí hoa hồng bảo hiểm



Nguồn: TCB; KBSV Research

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

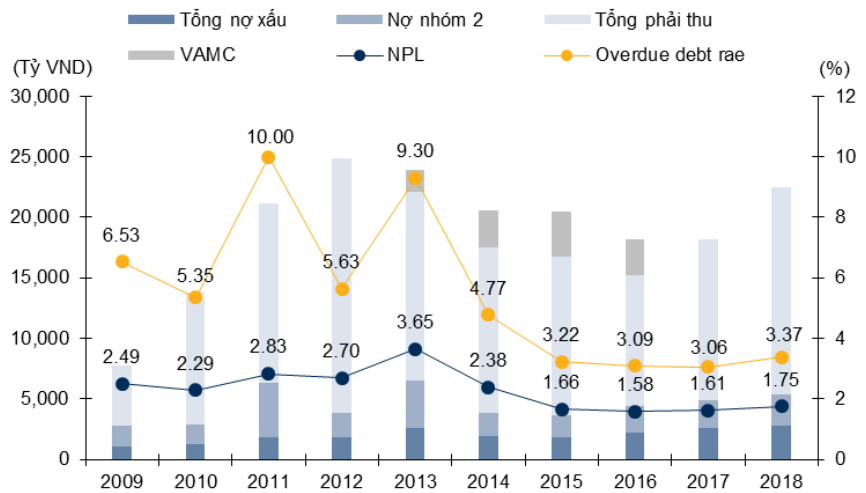
### Chất lượng tài sản

**Rủi ro lớn nhất đang nằm ở các khoản phải thu không được thuyết minh rõ ràng**

Về tổng thể, chất lượng tài sản của TCB cho thấy nhiều chuyển biến tích cực từ năm 2013 đến nay, với tỷ lệ tổng TS có vấn đề/Tổng dư nợ giảm từ 35.2% xuống 15.8%, đây là mức khá cao so với chuẩn an toàn của Moody's (8%) và cũng cao hơn đáng kể một số ngân hàng khác. NPL giảm từ 3.65% xuống 1.75%, tỷ lệ nợ quá hạn giảm từ 9.3% xuống 3.37%, lượng TP VAMC đã được trích lập hoàn toàn trong năm 2017, giảm áp lực đáng kể cho chi phí trích lập trong các năm sau.

Tuy nhiên, các dấu hiệu rủi ro vẫn tiềm ẩn, đặc biệt nằm trong các khoản mục phải thu. Nếu việc tỷ lệ NPL và nợ quá hạn tăng nhẹ có thể lý giải do chiến lược đẩy mạnh cho vay KH cá nhân và SME và chúng tôi đánh giá chưa quá rủi ro thì việc các khoản phải thu tăng mạnh trở lại là điều đáng lo ngại. Lãi, phí phải thu tăng 48% yoy lên 5,738 tỷ VND, bằng 3.59% dư nợ; phải thu khác tăng 20% yoy lên 11,323 tỷ VND, bằng 7.08% dư nợ. Sự gia tăng này chủ yếu đi liền với sự gia tăng trong các khoản mục cam kết và bảo lãnh khác ngoại bảng, khiến chúng tôi khá lo ngại về chất lượng các khoản mục này. Đặc biệt, việc số ngày phải thu tăng mạnh trở lại lên hơn 4 tháng (tương đương nợ nhóm 3) có thể tác động xấu đến chi phí tín dụng trong các năm sau.

Biểu đồ 16: Tình hình tài sản có vấn đề tại TCB



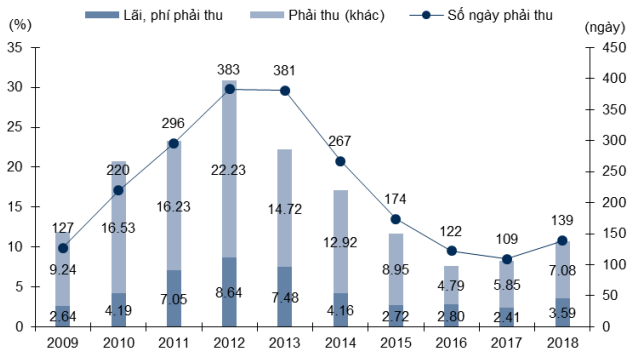
Nguồn: TCB; KBSV Research

**Khả năng quản lý nợ có dấu hiệu cải thiện tích cực**

Tỷ lệ trích lập bao phủ nợ xấu đã tăng liên tục từ 2013 và hiện ở mức khá an toàn là 85.1%, đi kèm theo đó tỷ lệ trích lập bao phủ nợ quá hạn cũng tăng, phù hợp đà tăng của nợ nhóm 2.

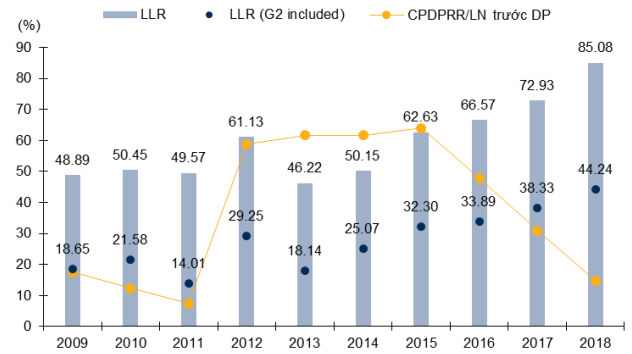
Việc trích lập xong TP VAMC vào năm 2017 cùng việc thu hồi nợ xấu tốt trong các năm gần đây giúp tỷ lệ (chi phí DPRR tín dụng)/(LN trước DP) liên tục giảm mạnh, là dấu hiệu cho việc quản lý nợ của TCB đang dần cải thiện.

Biểu đồ 17: Thay đổi các khoản phải thu



Nguồn: TCB; KBSV Research

Biểu đồ 18: Tỷ lệ trích lập và bao phủ nợ xấu



Nguồn: TCB; KBSV Research

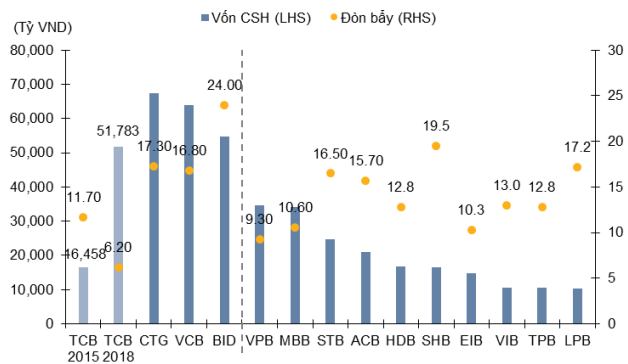
### An toàn vốn

#### Cơ sở vốn mạnh nhất hệ thống ngân hàng Việt Nam

Vốn CSH của TCB đã tăng hơn 3 lần từ 16,458 tỷ VND năm 2015 lên 51,783 tỷ VND năm 2018. Việc tăng vốn thành công trong năm 2018 giúp vốn CSH của TCB vượt xa nhóm NH tư nhân và hiện chỉ kém 3 NH quốc doanh. CAR theo Basel II cũng được đưa lên mức an toàn (12.44%), mức cao nhất hiện nay trong hệ thống ngân hàng Việt Nam và là nền tảng vững chắc cho tăng trưởng tín dụng trong tương lai của ngân hàng.

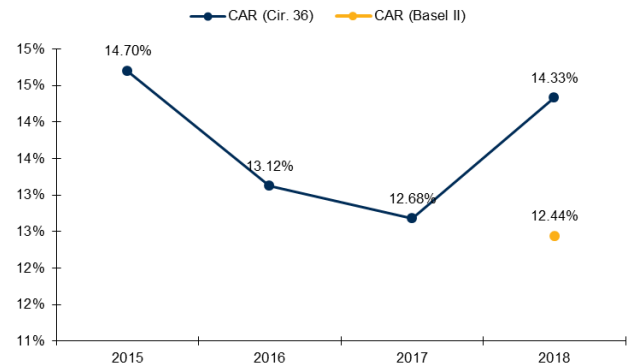
Bên cạnh đó, tỷ lệ đòn bẩy sau tăng vốn của TCB chỉ còn 6.2x, thấp nhất ngành và là một mức rất an toàn theo tiêu chuẩn của Moody's. Mức đòn bẩy rất thấp này để lại dư địa tăng trưởng đi cùng việc mở rộng ROE cho ngân hàng trong tương lai.

Biểu đồ 19: So sánh quy mô vốn CSH và tỷ lệ đòn bẩy



Nguồn: TCB; KBSV Research

Biểu đồ 20: Hệ số an toàn vốn tại TCB



Nguồn: TCB; KBSV Research

#### Khả năng thanh khoản vẫn được đảm bảo, tuy nhiên sẽ có những áp lực nhất định nhằm tuân thủ quy định của NHNN

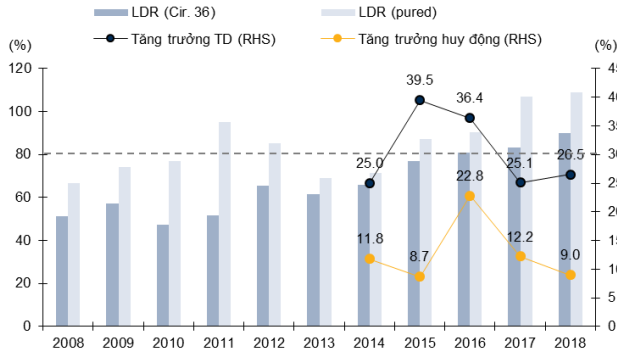
### Khả năng thanh khoản

Tỷ lệ tổng tài sản có chất lượng tốt và thanh khoản cao trên tổng dư nợ của TCB vẫn nằm trong xu hướng giảm khi tín dụng được mở rộng, tuy nhiên ngân hàng vẫn kiểm soát tỷ lệ này ở mức an toàn là 23.6% năm 2018, khá tốt so với thang điểm của Moody's.

Việc đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng vài năm qua trong khi huy động không tăng tương ứng đã đẩy tỷ lệ LDR lên mức khá cao hiện nay (>80%). Việc huy động tăng chậm lại chủ yếu do TCB đang hạn chế huy động từ các nguồn cấp 2 như interbank hay giấy tờ có giá. Với yêu cầu về đảm bảo thanh khoản mà vẫn giữ đà tăng trưởng tín dụng, chúng tôi cho rằng TCB sẽ phải tăng các

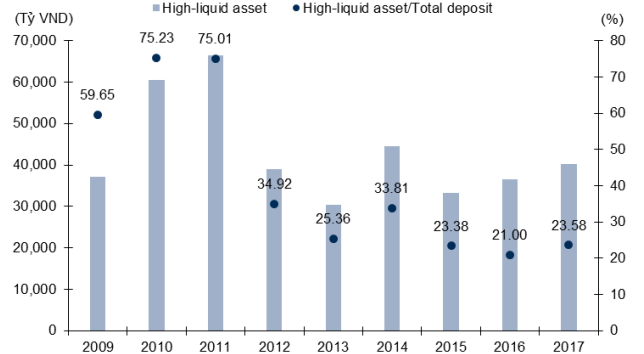
kênh huy động khác ngoài khách hàng trong năm 2019, từ đó có thể gây áp lực nhẹ lên chi phí vốn huy động bình quân.

**Biểu đồ 21: Thay đổi tỷ lệ LDR**



Nguồn: TCB; KBSV Research

**Biểu đồ 22: Tỷ trọng tài sản thanh khoản tốt**



Nguồn: TCB; KBSV Research

**Khả năng sinh lời**

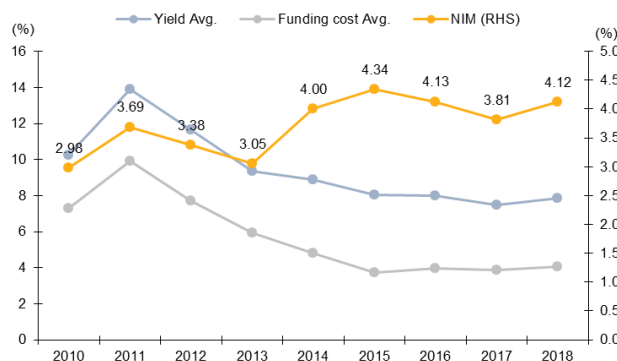
Sau khi giảm liên tục từ năm 2015 đến năm 2017, NIM đã tăng mạnh trở lại đến 0.31% trong năm 2018, đạt 4.12%, do sau khi TCB đẩy mạnh giải ngân trong Q4/2017, NII đã tăng mạnh hơn dư nợ trong năm 2018. Nếu không tính VPB với mô hình rủi ro cao thì mức NIM hiện tại của TCB đứng thứ 2 ngành, chỉ sau MBB.

Tuy nhiên, do những điều chỉnh kỹ thuật về dư nợ tín dụng tại từng thời điểm có thể tác động đến NIM, chúng tôi tính mức NIM trung bình 5 năm để phản ánh khách quan hơn khả năng sinh lời trên hoạt động tín dụng của NH. Theo đó, NIM trung bình 5 năm đã tăng liên tục từ 3.36% năm 2013 lên 4.08% năm 2018, mức tăng bền vững và vẫn là mức rất cao trong ngành.

**TCB vẫn còn khả năng mở rộng NIM dựa trên lợi thế lớn về chi phí huy động thấp**

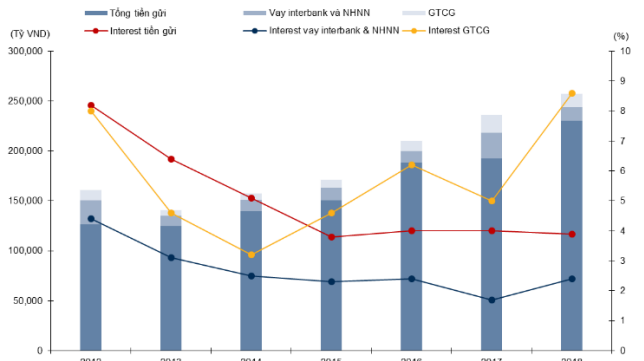
Tương tự MBB, TCB đã xây dựng được một cơ sở khách hàng rộng và bền vững dựa trên các đối tác doanh nghiệp lớn, từ đó tận dụng được nguồn CASA cao và liên tục tăng trưởng. Tính bền vững về chi phí huy động thấp được thể hiện trên Biểu đồ 23, khi lãi suất tiền gửi TB gần như không thay đổi dù lượng tiền huy động được liên tục tăng cao từ năm 2015 đến nay. Trên nền tảng vốn CSH mạnh và nguồn huy động chi phí thấp, TCB có thể tiếp tục mở rộng NIM qua chiến lược phát triển ngân hàng bán lẻ, hướng đến nhóm KH cá nhân và doanh nghiệp SMEs.

**Biểu đồ 23: Thay đổi NIM**



Nguồn: TCB; KBSV Research

**Biểu đồ 24: Thay đổi cơ cấu và chi phí huy động**



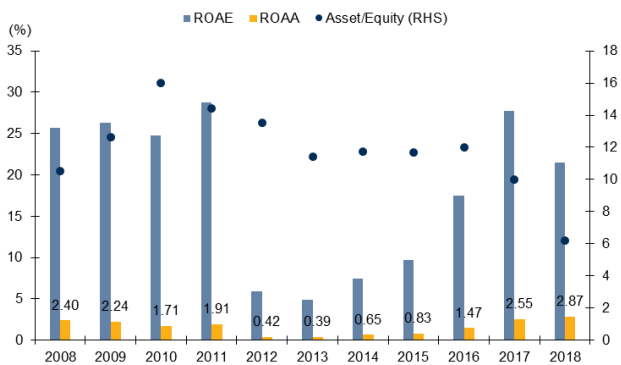
Nguồn: TCB; KBSV Research

ROE sau khi tăng mạnh năm 2017 đạt 27.7% (đứng đầu ngành) đã giảm còn 21.5% trong năm 2018 (đứng thứ 5 ngành). Tuy nhiên, sự điều chỉnh theo hướng tiêu cực này không đến do hiệu quả hoạt động suy giảm, mà do đợt tăng vốn mạnh của TCB trong năm. Hiện ROA của TCB đạt 2.87%, vẫn là mức tốt nhất ngành, và với tỷ lệ đòn bẩy đang rất thấp ở mức 6.2x, khả năng TCB đưa ROE trở về mức số 1 ngành trong năm 2019 là khả thi.

Sự cải thiện liên tục của ROA trong các năm qua là kết quả tổng hợp của nhiều yếu tố:

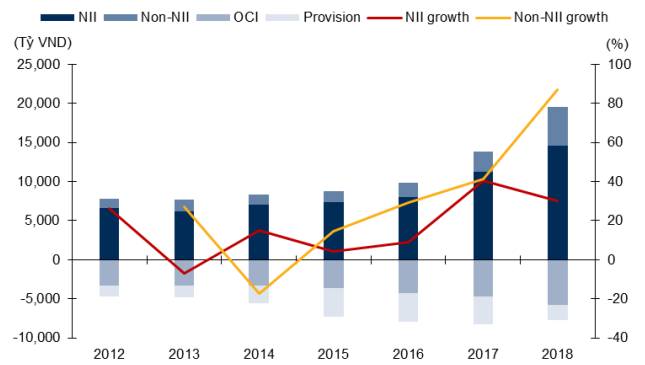
- NII tăng trưởng bền vững trong khi Non-NII liên tục bứt phá mạnh
- Chi phí hoạt động được kiểm soát rất tốt, tỷ lệ CIR luôn ở mức thấp nhất ngành (khoảng 30%) nhờ khả năng áp dụng công nghệ hiệu quả vào cả hoạt động kinh doanh và vận hành doanh nghiệp
- Tỷ lệ chi phí dự phòng rủi ro/LN trước dự phòng liên tục giảm nhờ: 1) Lượng TP VAMC đã được trích lập hoàn toàn trong năm 2017; 2) Cải thiện cơ cấu nợ theo hướng giảm thiểu rủi ro; 3) Khả năng thu hồi nợ xấu ngày càng tốt.

Biểu đồ 25: Thay đổi khả năng sinh lời



Nguồn: TCB; KBSV Research

Biểu đồ 26: Cơ cấu LNTT



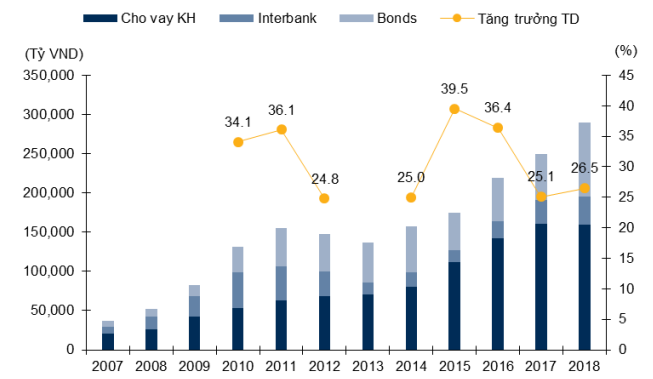
Nguồn: TCB; KBSV Research

### Cập nhật KQKD 2018

Cho vay KH gần như không đổi so với năm 2017, nhưng tăng trưởng tổng TD vẫn đạt 26.5% yoy, đạt 230,988 tỷ VND và hầu hết đến từ việc tăng mạnh TPDN trong năm 2018. Như đã phân tích ở trên, TCB đang tận dụng thế mạnh của mình ở mảng TP để phân phối lại lượng TPDN này, hưởng chênh lệch lãi suất thay vì thu lãi như tín dụng truyền thống. Ngoài ra, đây cũng là một cách hiệu quả để ngân hàng có thể dịch chuyển sang tăng trưởng tín dụng cho vay khi cần thiết.

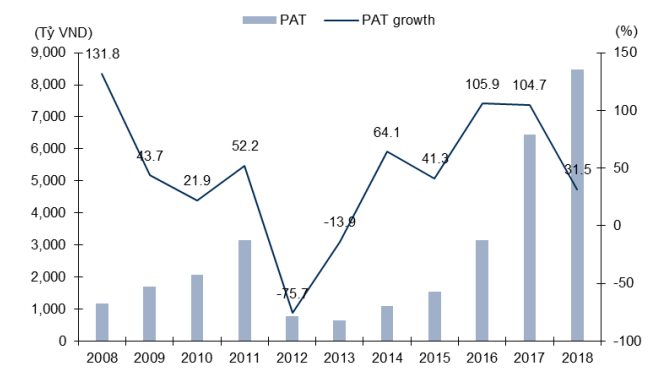
Ở hoạt động ngoài lãi, dù không còn ghi nhận khoản mục one-off đột biến từ bảo hiểm như năm 2017, TCB vẫn duy trì được mức Non-NII khá cao: 1) Hoa hồng bảo hiểm tăng trưởng mạnh hơn 25% yoy; 2) DT tư vấn phát hành trái phiếu tăng mạnh hơn 3 lần; 3) Hoạt động thu hồi nợ xấu tiếp tục diễn biến tích cực

Biểu đồ 27: Tình hình tài sản có sinh lãi



Nguồn: TCB; KBSV Research

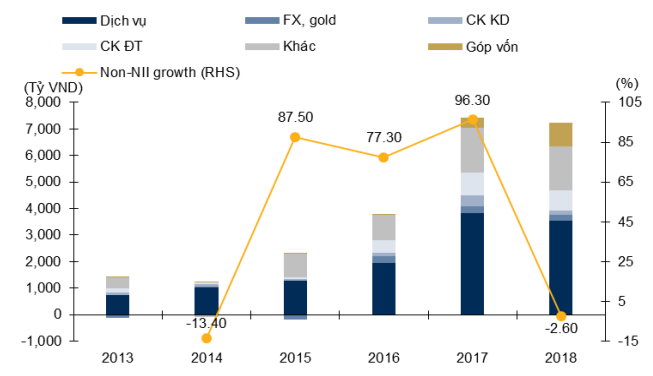
Biểu đồ 28: Thay đổi LNST



Nguồn: TCB; KBSV Research

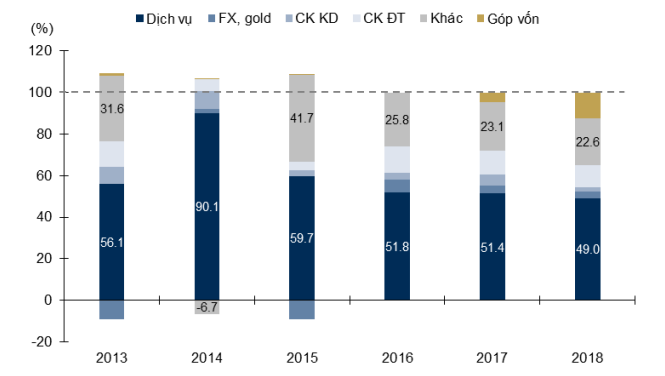
Do không còn khoản tăng đột biến từ Non-NII, TOI 2018 chỉ tăng 12.3% yoy, thấp hơn nhiều mức 37.1% năm 2017. Tuy nhiên nhờ việc tiếp tục kiểm soát tốt CIR ở mức thấp nhất ngành (31.8%) và chi phí DPRRTD giảm gần 50% nhờ không còn trích lập VAMC và thu hồi nợ xấu cải thiện giúp LNNTT của TCB vẫn tăng trưởng khá mạnh trong năm 2018 (32.7% yoy)

Biểu đồ 29: Biến động thu nhập ngoài lãi



Nguồn: TCB; KBSV Research

Biểu đồ 30: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi



Nguồn: TCB; KBSV Research

### TRIỂN VỌNG & DỰ PHÓNG KQKD 2019

Về tình hình vĩ mô, chúng tôi vẫn giữ quan điểm kinh tế Việt Nam sẽ giữ đà tăng trưởng tốt trong năm 2019, từ đó là tiền đề để tin rằng tăng trưởng tín dụng tiếp tục được duy trì, đặc biệt tại các ngân hàng đáp ứng tốt các tiêu chuẩn về vốn.

TCB đã được NHNN nới room tín dụng rất cao so với mức tăng chung trên cả hệ thống trong năm 2018 (26% so với 14%) nhờ cơ sở vốn hiện thuộc nhóm tốt nhất ngành và tiến độ xây dựng các tiêu chuẩn quản trị, đo lường rủi ro theo Basel II được đảm bảo. Chúng tôi cho rằng đây sẽ vẫn là tiền đề quan trọng nhất đảm bảo khả năng tăng trưởng tín dụng tốt cho TCB trong năm 2019. Cụ thể triển vọng trên từng phân khúc:

- **WB:** Dù không có số liệu cụ thể nhưng theo ước tính của chúng tôi, hiện khoảng một nửa dư nợ nhóm này giành cho 3 đối tác quan trọng nhất là Vingroup, Masan, Vietnam Airlines với Vingroup giữ tỷ trọng lớn nhất. Với dự phóng về việc kinh tế sẽ tăng trưởng ở mức ổn định nhưng thị



trường BĐS khó giữ mức tăng trưởng mạnh như 3 năm trước, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng cho nhóm WB sẽ giảm nhẹ so với năm 2018, đạt khoảng 15%.

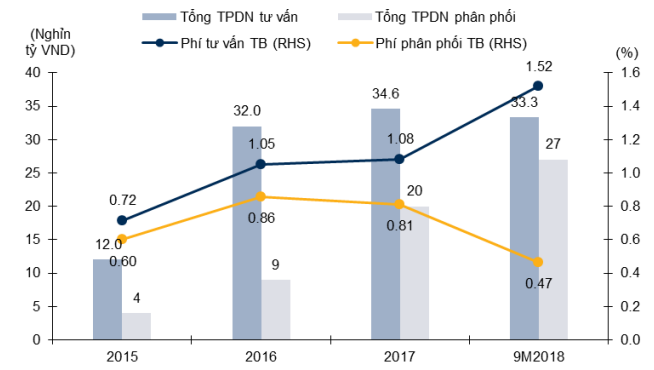
- **BB:** Sau khi hoàn thành tái cấu trúc đội ngũ BB vào năm 2017, dư nợ nhóm BB đã tăng mạnh gần 50% trong năm 2018. Dù tỷ trọng phân khúc này chưa quá lớn (14%), nhưng với xu hướng chuyển dịch sang tín dụng bán lẻ và thúc đẩy kinh tế tư nhân tại Việt Nam, chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng của nhóm này sẽ tiếp tục ở mức cao, khoảng 30% cho năm 2019.
- **PFS:** Đóng góp và động lực tăng trưởng của nhóm này vẫn phụ thuộc lớn vào cho vay mua nhà, phân khúc trung đến cao cấp tại Hà Nội, HCM và một lượng lớn các dự án của Vingroup. Lượng cung ra thị trường của Vingroup trong năm 2019 sẽ cao hơn năm trước nhờ 3 dự án Vincity (Hà Nội và HCM) và 3 dự án Vinhomes (Hà Nội, Hải Phòng và Thanh Hóa). Chúng tôi đánh giá cao khả năng hấp thụ của các dự án này dựa trên kết quả mở bán từ 11/2018 đến nay cũng như nhu cầu tại phân khúc hướng đến còn lớn. Xét trên toàn thị trường, do các dự án TCB hợp tác đều đến từ chủ đầu tư uy tín (Novaland, SunGroup, Thảo Điền, ...), chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực về khả năng hấp thụ đối với lượng tín dụng mua nhà để ở. Ngoài ra, dù tỷ trọng còn khá nhỏ nhưng chúng tôi đánh giá khả năng tăng tín dụng qua thẻ credit và mua ô tô sẽ được cải thiện. Tổng hợp lại, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng nhóm PFS đạt khoảng 20% trong năm 2019.

Do đó, chúng tôi dự phóng tổng tín dụng tăng trưởng 18.7% trong năm 2019.

Đối với thu nhập ngoài lãi, chúng tôi tập trung dự phóng 3 mảng:

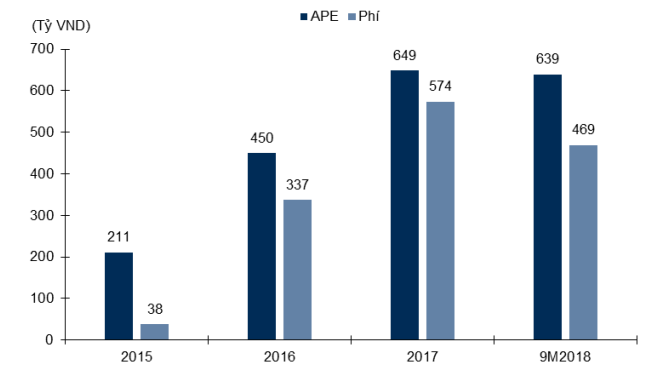
- **Trái phiếu:** Hai đối tác mang lại nguồn thu phí chính cho TCB là Vingroup và Masan, với tiềm lực vốn từ ngân hàng mẹ, kinh nghiệm tư vấn và khả năng phân phối mạnh sẽ giúp ngân hàng duy trì doanh thu phí tại mảng này. Nhiều khả năng TCB sẽ tiếp tục duy trì chiến lược tăng tín dụng qua kênh trái phiếu và với mối quan hệ lâu năm với đối tác, chúng tôi cho rằng phí tư vấn sẽ tiếp đà tăng như trong 3 năm qua. Ở mảng phân phối, với sự quan tâm ngày càng lớn hơn của NĐT giành cho kênh TP, và vị trí số 1 với hơn 80% thị phần sẽ giúp TCB nhanh chóng gia tăng nguồn thu từ kênh này.
- **Bancassurance:** Với giả định doanh thu phí khai thác mới của Manulife tiếp tục tăng trưởng TB 30%/năm và tỷ trọng qua kênh banca của công ty này tiếp tục tăng đạt trên 20%, chúng tôi ước tính doanh thu từ banca của TCB sẽ đạt tăng trưởng TB 30%/năm cho ít nhất 2 năm tới.
- **Thẻ, thanh toán:** Với cơ sở khách hàng cá nhân tăng trưởng mạnh cùng việc đẩy mạnh hoạt động tài trợ thương mại trong nhóm BB, chúng tôi dự phóng khả năng tăng trưởng 20% doanh thu phí từ mảng này trong năm 2019.

Biểu đồ 31: Tình hình hoạt động trái phiếu



Nguồn: TCB; KBSV Research

Biểu đồ 32: Tình hình hoạt động bancassurance



Nguồn: TCB; KBSV Research

## **ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá là P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư để tìm ra khoảng giá hợp lý của TCB.

Các giả định chính của chúng tôi về KQKD năm 2019 bao gồm:

### **Tổng TD tăng trưởng 18.7%**

Chúng tôi dự phóng tổng tín dụng tính cả TPDN có thể đạt mức tăng trưởng khoảng 18.7% yoy với sự cải thiện đến từ tất cả các phân khúc.

### **NIM tăng khoảng 38bps, đạt 4.5%**

Chúng tôi sử dụng mức TB 5 năm để dự phóng xu hướng của NIM. Kết hợp với lợi thế chi phí vốn thấp và khả năng nâng cao lãi suất TB đầu ra, KBSV cho rằng NIM có thể cải thiện ít nhất trong 2 năm tới.

### **Non-NII khó tăng trưởng do không còn LN đột biến, tuy nhiên vẫn ở mức rất cao**

Non-NII khó tăng trưởng mạnh do không còn ghi nhận khoản LN đột biến từ thoái vốn công ty con. Tuy nhiên, với động lực chính đến từ phí dịch vụ, chúng tôi cho rằng Non-NII sẽ tiếp tục duy trì mức cao như trong năm 2018.

### **CIR được kiểm soát tốt khoảng 32%**

Dù việc mở rộng ngân hàng bán lẻ sẽ đòi hỏi nhiều chi phí hơn cho vận hành, tuy nhiên chúng tôi cho rằng CIR sẽ vẫn được kiểm soát tốt do TCB đã chứng minh được khả năng làm chủ công nghệ của mình.

### **Chi phí dự phòng được duy trì thấp**

Chất lượng TS tốt là cơ sở giúp TCB đạt được mức trích lập thấp, kể từ năm 2018, chúng tôi cho rằng ngân hàng có thể duy trì tỷ lệ trích lập hiện tại.

Với những giả định đã đưa ra, LNST của TCB sẽ tăng khoảng 26% trong năm 2019, do không chịu áp lực tăng vốn nên BVPS dự phóng đến cuối năm khoảng 17,861 VND/cp, tương đương P/B forward = 1.54x. ROE có thể sẽ tiếp tục giảm còn khoảng 19% do cơ sở vốn hiện tại của TCB khá lớn. Tuy nhiên, đây vẫn là một mức khá cao, kết hợp với nền tảng vốn mạnh nhất ngành ngân hàng và dư địa tăng trưởng còn lớn so với các ngân hàng trong khu vực, chúng tôi cho rằng P/B hợp lý giành cho TCB là 2x, tương đương mức giá mục tiêu cho năm 2019 là 35,700 VND/cp, cao hơn 29% so với mức giá hiện tại.

Tuy nhiên cho kỳ vọng dài hơn cũng như để phản ánh những rủi ro hệ thống trong trung hạn, chúng tôi kết hợp thêm phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư. Mức giá hợp lý đạt khoảng 31,000 VND/cp, cao hơn khoảng 12.5% mức giá thị trường hiện tại.

**Bảng 1: Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư**

<b>Tỷ VND</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Lợi nhuận sau thuế	10,671.45	12,544.47	14,292.70
Lợi nhuận thặng dư	3,546.15	3,950.78	3,972.89
Chi phí vốn R	13.76%		
g	5.00%		
Terminal value	47,620.26		
Tổng giá trị hiện tại (PV)	108,271.63		
<b>Giá trị hợp lý TCB (VND/cp)</b>	<b>30,964.9</b>		

Nguồn: KBSV Research

Chúng tôi cho rằng rủi ro chính của TCB bao gồm là:

- 1) Sự phụ thuộc lớn vào hoạt động kinh doanh của Vingroup và Masan. Đáng chú ý là hơn 85% khoản vay mua nhà của Techcombank đến từ những dự án của Vingroup với hơn 11.000 khách hàng, giá trị trung bình mỗi khoản vay khoảng 2.5 tỷ VND. Việc tập trung vào một nhóm khách hàng nhất định đã tạo ra lợi thế lớn cho TCB, nhưng bên cạnh đó cũng tiềm ẩn những rủi ro khó lường từ việc thiếu tính đa dạng hóa.
- 2) Rủi ro đối tác đến từ lượng trái phiếu lớn đang nắm giữ của Vingroup. Theo ước tính của chúng tôi, hiện TCB đã mua khoảng 35,000 tỷ VND trái phiếu Vingroup. Lượng TP này sẽ được sử dụng linh hoạt cho mục đích đầu tư tại TCBS, hoặc sẽ xoay vòng vốn cho các lĩnh vực khác bằng việc phân phối lại cho các nhà đầu tư lớn. Như vậy, nếu tính tổng cả phần tín dụng cho vay mua nhà; phần đầu tư trái phiếu Vingroup và tín dụng cho các chủ đầu tư khác, dư nợ cho vay BĐS của TCB chiếm khoảng 48% tổng dư nợ, cao hơn khá nhiều mức TB ngành. Mặc dù Vingroup là doanh nghiệp đầu ngành, có hoạt động kinh doanh khá bài bản, tuy nhiên phần lớn vẫn thuộc lĩnh vực BĐS, vốn nhạy cảm với chu kỳ kinh tế.
- 3) Rủi ro từ chu kỳ kinh tế, chu kỳ BĐS, không những sẽ ảnh hưởng đến hoạt động chung của ngân hàng, mà có thể tác động khá mạnh đến các doanh nghiệp quan trọng trong hệ sinh thái của TCB, vốn có độ nhạy cao với chu kỳ kinh tế. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là rủi ro lớn nhất trong hoạt động của TCB trong trung hạn. Tuy nhiên, với việc hướng đến nhóm khách hàng tầm trung – cao có mức thu nhập tốt, cùng với cơ sở vốn mạnh, rủi ro này sẽ phần nào được hạn chế.

Do vậy, trên phương diện đầu tư, chúng tôi đánh giá **tích cực** đối với cổ phiếu TCB với giá mục tiêu 35,700 VND trong 1 – 2 năm tới, do nền kinh tế nhiều khả năng vẫn đang trong chu kỳ hồi phục. Tuy nhiên với tầm nhìn trung hạn từ 3 – 4 năm, nhà đầu tư nên thận trọng hơn với diễn biến của chu kỳ kinh tế Việt Nam cũng như thế giới có thể tác động tiêu cực đến kết quả hoạt động của ngân hàng.

# PHỤ LỤC

## Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	191,993.60	235,363.14	269,392.38	321,049.45
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2,754.30	2,956.71	2,344.36	2,606.47
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	2,677.30	2,533.88	4,279.43	10,555.48
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	14,762.55	21,598.87	30,155.81	35,616.17
Tiền gửi tại các TCTD khác	7,488.02	9,058.94	16,243.05	24,226.32
Cho vay các TCTD khác	7,274.54	12,539.93	13,912.75	11,389.85
Dự phòng rủi ro	0.00	0.00	0.00	0.00
Chứng khoán kinh doanh	1,875.99	8,024.62	6,758.09	7,572.23
Chứng khoán kinh doanh	1,885.10	8,035.91	6,775.12	7,583.09
Dự phòng giảm giá chứng khoán kinh doanh	-9.11	-11.29	-17.02	-10.86
Các công cụ tài chính phái sinh	0.00	0.00	36.29	0.00
<b>Cho vay khách hàng</b>	111,012.65	141,120.53	158,964.46	157,556.93
Cho vay khách hàng	112,179.89	142,616.00	160,849.04	159,942.05
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	-1,167.24	-1,495.48	-1,884.58	-2,385.11
<b>Hoạt động mua nợ</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Mua nợ	32.24	19.47	12.09	1.68
Dự phòng rủi ro hoạt động mua nợ	191,993.60	235,363.14	269,392.38	<b>321,049.45</b>
Chứng khoán đầu tư	45,017.19	45,674.92	51,542.48	86,512.35
Chứng khoán đầu tư sẵn sàng để bán	39,243.61	38,575.37	46,018.40	66,625.26
Chứng khoán đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	6,902.35	8,560.11	5,715.48	20,236.20
Dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư	-1,128.77	-1,460.56	-191.40	-349.11
Góp vốn, đầu tư dài hạn	336.42	587.38	0.00	0.00
Đầu tư vào công ty con	0.00	0.00	0.00	0.00
Đầu tư vào công ty liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00
Vốn Góp liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00
Đầu tư vào công ty liên kết	0.00	0.00	0.00	0.00
Đầu tư dài hạn khác	601.23	582.67	12.08	12.88
Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn	-4.08	-4.93	-2.40	-0.66
Tài sản cố định	882.08	1,582.72	1,511.45	1,718.60
Bất động sản đầu tư	1,310.18	1,278.54	1,238.03	1,196.32
Tài sản Có khác	11,073.57	9,996.11	12,541.96	17,702.68
Các khoản phải thu	10,043.38	6,829.56	9,417.59	11,323.13
Các khoản lãi, phí phải thu	3,046.54	3,992.33	3,876.53	5,737.91
<b>NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>				
<b>Tổng nợ phải trả</b>	175,536.04	215,776.66	242,461.64	269,266.75
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	0.00	1,447.97	1,000.00	6,025.03
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	20,745.99	24,886.13	46,323.83	36,425.56
Tiền gửi của các tổ chức tín dụng khác	8,079.21	15,114.92	21,274.38	28,973.46
Vay các tổ chức tín dụng khác	12,666.78	9,771.21	25,049.45	7,452.11
Tiền gửi của khách hàng	142,239.55	173,448.93	170,970.83	201,471.34
Các công cụ tài chính phái sinh	85.89	67.89	0.00	310.31
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư của Chính phủ	336.42	587.38	0.00	0.00
Phát hành giấy tờ có giá	8,133.90	10,414.84	17,639.97	13,177.96
Các khoản nợ khác	3,994.29	4,923.52	6,527.01	11,856.55
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	16,457.57	19,586.48	26,930.75	51,782.71
Vốn của tổ chức tín dụng	8,878.08	8,878.08	9,777.12	35,442.54
Vốn điều lệ	8,878.08	8,878.08	11,655.31	34,965.92
Vốn đầu tư XDCB	0.00	0.00	0.00	0.00
Thặng dư vốn cổ phần	0.00	0.00	2,165.06	476.62
Cổ phiếu Quỹ	0.00	0.00	-4,043.25	0.00
Cổ phiếu ưu đãi	0.00	0.00	0.00	0.00
Vốn khác	0.00	0.00	0.00	0.00
Quỹ của tổ chức tín dụng	4,744.90	5,219.18	6,156.93	3,867.85
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0.00	0.00	0.00	0.00
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	0.00	0.00	0.00	0.00
Lợi nhuận chưa phân phối	2,834.58	5,489.22	10,996.70	12,403.00
<b>CHỈ TIÊU NGOẠI BẢNG</b>				
Nợ tiềm tàng	0.00	0.00	0.00	0.00
Thư tín dụng	9,219.78	11,737.63	16,009.69	31,213.05
Bảo lãnh tín dụng	0.00	0.00	0.00	12,163.32
Cam kết tín dụng	9,215.88	11,731.08	16,001.14	19,043.77

## Kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	13,379.39	15,736.08	17,594.50	21,150.74
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-6,165.71	-7,593.86	-8,664.09	-10,024.21
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	7,213.68	8,142.22	8,930.41	11,126.54
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	1,815.29	2,558.99	4,519.69	4,452.60
Chi phí hoạt động dịch vụ	-543.15	-603.23	-707.78	-916.60
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	1,272.14	1,955.76	3,811.90	3,536.00
Lãi/(lỗ) từ ngoại hối, vàng	-192.00	240.20	278.59	233.75
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	63.40	124.78	396.73	168.43
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	87.95	481.46	855.76	756.57
Thu nhập từ hoạt động khác	1,373.27	1,653.25	1,963.43	3,147.17
Chi phí hoạt động khác	-485.30	-679.42	-248.53	-1,513.39
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	887.96	973.83	1,714.89	1,633.78
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	10.82	0.47	355.53	894.70
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	9,343.94	11,918.73	16,343.81	18,349.77
Chi phí hoạt động	-3,678.85	-4,261.00	-4,698.28	-5,842.51
LN thuần trước CF dự phòng rủi ro tín dụng	5,665.09	7,657.73	11,645.52	12,507.26
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-3,627.89	-3,661.09	-3,609.23	-1,846.25
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	2,037.21	3,996.64	8,036.30	10,661.02
Chi phí thuế TNDN hiện hành	-483.86	-872.81	-1,564.82	-2,185.25
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-24.16	25.01	-25.89	-1.77
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-508.02	-847.79	-1,590.70	-2,187.02
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	1,529.19	3,148.85	6,445.60	8,474.00
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0.00	0.00	0.00	-11.22
Cổ đông của Công ty mẹ	1,529.19	3,148.85	6,445.60	8,462.78
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	1,694.00	3,525.00	7,719.00	0.00
<b>Tóm tắt tình hình tài chính</b>				
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
NII	7.214	8.142	8.930	11.127
TOI	9.344	11.919	16.344	18.350
Lợi nhuận sau thuế	1.529	3.149	6.446	8.474
Tổng tài sản	191,994	235,363	269,392	321,049
Vốn chủ sở hữu	16,458	19,586	26,931	51,783
Cho vay khách hàng	112,180	142,616	160,849	159,942
Tiền gửi khách hàng	142,240	173,449	170,971	201,471
<b>Khả năng sinh lời</b>				
NIM	4.34%	4.13%	3.81%	4.12%
Average Lending Interest	8.70%	8.70%	8.10%	8.90%
Average Funding Cost	3.80%	4.00%	4.00%	3.90%
ROAA	0.83%	1.47%	2.55%	2.87%
ROAE	9.73%	17.47%	27.71%	21.53%
Leverage ratio	11.7	12.0	10.0	6.2
<b>Chất lượng tài sản</b>				
NPL	1.66%	1.58%	1.61%	1.75%
LLR	62.63%	66.57%	72.93%	85.08%
LDR	69.80%	73.80%	74.10%	66.60%
Tỷ lệ nợ quá hạn	3.22%	3.09%	3.06%	3.37%
CPDPRTD/LN trước dự phòng	64.04%	47.81%	30.99%	14.76%
<b>An toàn vốn</b>				
CAR	14.70%	13.12%	12.68%	14.33%
Vốn CSH/Tổng TS	8.55%	8.33%	10.00%	16.13%
<b>Khả năng thanh khoản</b>				
LDR	69.80%	73.80%	74.10%	66.60%
Cho vay KHI/Huy động KH	78.87%	82.22%	94.08%	79.39%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
CIR	39.4%	35.8%	28.7%	31.8%
<b>Định giá</b>				
BVPS	18,537	22,062	23,106	14,810
EPS	1,722	3,547	5,530	2,424
P/B	1.49	1.25	1.19	1.86
P/E	15.99	7.82	4.98	11.38

Nguồn: Stoxplus, KBSV

## Hệ thống khuyến nghị đầu tư

**Mua:** +15% hoặc cao hơn

**Nắm giữ:** trong khoảng +15% và -15%

**Bán:** -15% hoặc thấp hơn

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

### Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 7303 5333 - Fax: (84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3822 3131

### Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 7303 5333 - Fax: (84) 28 3914 196

## LIÊN HỆ

**Trung Tâm Khách hàng Tổ chức:** (84) 28 7303 5333 - Ext: 2556

**Trung Tâm Khách hàng Cá nhân:** (84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

**Hotmail:** [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

**Website:** [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)