

Ngành Ngân hàng

Báo cáo cập nhật

13 tháng 6, 2019

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **28.152**

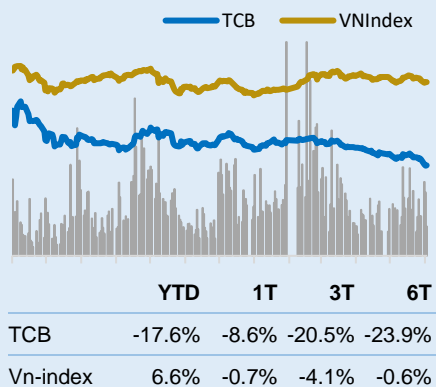
Giá thị trường (13/6/2019) **21.150**

Lợi nhuận kỳ vọng **33,1%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	21.150 - 35.060
Vốn hóa	73.953 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	3.496.592.160 CP
KLGD bình quân 10 ngày	1.449.775 CP
% sở hữu nước ngoài	22.51%
Room nước ngoài	30%
Giá trị cổ tức/cổ phần	0 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	0%
Beta	1,20

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thu Hà

(84 4) 3928 8080 ext 204

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Mặc dù chính thức áp dụng Basel II từ 1/7/2019, chúng tôi chưa đặt kỳ vọng TCB sẽ xin nâng hạn mức tín dụng trong năm nay

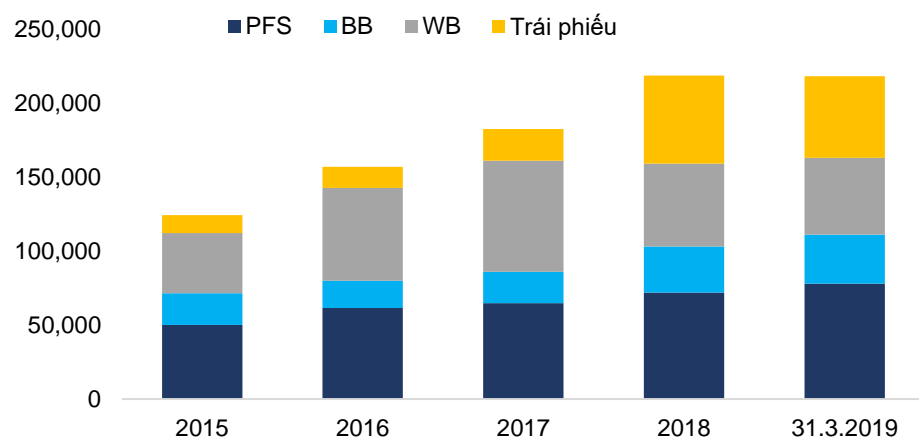
Kết quả kinh doanh Q1/2019 của TCB vượt kỳ vọng của chúng tôi với lợi nhuận trước thuế đạt 2.617 tỷ VNĐ (+1,9% yoy). Nếu không tính đến khoản lợi nhuận đột biến từ bán Techcom Finance trong Q1/2018, tăng trưởng lợi nhuận Q1/2019 của TCB đạt 56% yoy. Mức tăng này chủ yếu đến từ lợi suất trái phiếu tăng (từ 7% Q1/2018 lên 10% trong Q1/2019) và chi phí dự phòng rủi ro tín dụng trong kỳ giảm mạnh về mức 167 tỷ VNĐ (so với 824 tỷ VNĐ cùng kỳ 2018). Mặc dù dự phòng giảm, chất lượng tài sản của TCB vẫn duy trì khả quan với NPL trước khi writeoff giảm từ 3,30% cuối 2018 về 1,78% tại 31/3/2019 (tỷ lệ NPL sau khi write off cuối 2018 là 1,75%). Bên cạnh đó, LLCR cũng tăng lên 87,66% (so với 85,08% cuối 2018). Tuy nhiên, nợ nhóm 2 tăng mạnh 37% trong khi cho vay khách hàng tăng trưởng chậm. Điều này có thể tạo áp lực tăng tỷ lệ nợ xấu của TCB trong quý tiếp theo, đặc biệt nếu tín dụng tiếp tục giải ngân chậm.

Danh mục cho vay và tiền gửi khách hàng đều tăng trưởng khiêm tốn

Tăng trưởng cho vay khách hàng tiếp tục phụ thuộc vào Vingroup. Tổng danh mục cho vay khách hàng của TCB tăng 3.896 tỷ VNĐ (+2,4% ytd), trong đó cho vay khối khách hàng lớn (WB) giảm trên 4.000 tỷ (-8% ytd), PFS tăng 6.000 tỷ (+8% ytd) và BB tăng 2.000 tỷ (+8% ytd). Khả năng tăng trưởng tín dụng của TCB tiếp tục phụ thuộc rất nhiều vào tiến độ bán hàng đối với các dự án của Vingroup. Việc tăng trưởng danh mục cho vay PFS cũng xuất phát từ khoản giải ngân 6.800 tỷ VNĐ cho vay mua nhà đối với dự án Vincity.

Dư nợ tín dụng của TCB (tỷ VNĐ)

Nguồn: Báo cáo tài chính và AM của TCB

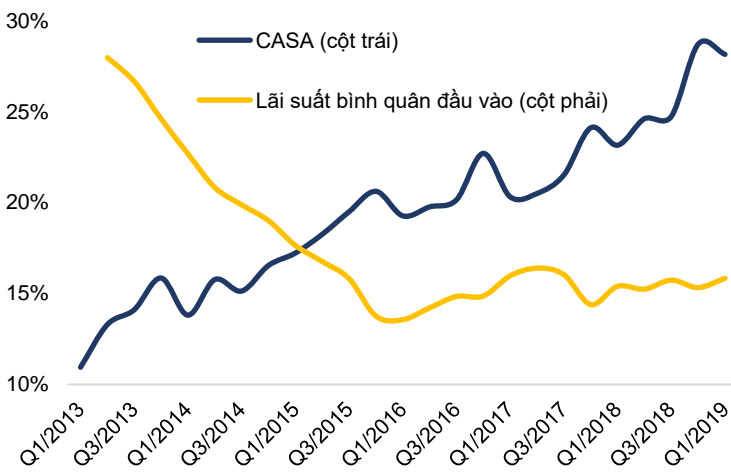


CASA vẫn trong xu hướng tăng nhưng tác động lên chi phí huy động không còn rõ ràng như giai đoạn trước. TCB đặc biệt chú trọng vào phát triển theo các chuỗi giá trị để nâng cao tỷ lệ CASA, qua đó giảm dần chi phí vốn cho ngân hàng. Về lý thuyết, với danh mục tiền gửi khách hàng khoảng 207.979 tỷ VNĐ, việc tăng CASA lên 1% (2.080 tỷ VNĐ) tương đương với việc tiết kiệm

được khoảng 125 tỷ VNĐ chi phí vốn (4-5 basis point). Trong giai đoạn 2013-2015, khi CASA tăng từ 11% tại 31.3.2013 lên 21% tại 31.12.2015, lãi suất đầu vào bình quân của TCB giảm từ 6,6% xuống 3,8%. Tuy nhiên, kể từ đầu 2016 đến nay, CASA tiếp tục tăng lên mức 28% nhưng lãi suất đầu vào bình quân lại không có nhiều cải thiện.

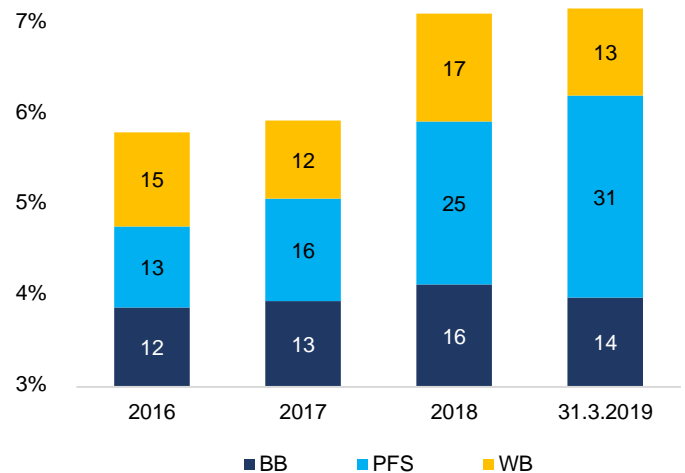
Biến động CASA và lãi suất BQ đầu vào của TCB

Nguồn: Báo cáo tài chính, BVSC



CASA của TCB theo các phân khúc

Nguồn: TCB



Thu lãi thuần tăng trưởng tốt gánh cho sự sụt giảm các khoản thu ngoài lãi

Thu nhập lãi thuần đạt 3.359 tỷ VNĐ, tăng trưởng 32% yoy xuất phát từ số dư cuối kỳ danh mục trái phiếu tăng 65,4% và lợi suất bình quân cả danh mục trái phiếu tăng 44%. Do đó, mặc dù chi phí vốn tăng 10bps, NIM vẫn tăng lên 4,49% nhờ lãi suất bình quân đầu ra tăng 19bps.

Các khoản thu ngoài lãi (không tính lợi nhuận từ bán Techcom Finance) giảm 15% yoy do trong kỳ TCB không còn được hưởng khoản lợi nhuận từ bán trái phiếu như trong Q1/2018 và lợi nhuận dịch vụ thanh toán giảm 14% yoy sau khi TCB ra mắt chương trình Fast eBank, miễn phí giao dịch cho khách hàng doanh nghiệp nhằm đẩy mạnh CASA, qua đó giảm chi phí vốn.

Hoạt động banca chuyển sang giai đoạn 2: nhân viên của TCB sẽ trực tiếp tư vấn cho khách hàng và bán các sản phẩm bảo hiểm của Manulife. Khi mới chuyển sang giai đoạn này, cần có thời gian để đào tạo cũng như xây dựng lực lượng tuyến đầu hiệu và tư vấn đúng sản phẩm phù hợp nhu cầu khách hàng. Do đó, APE trong Q1/2019 giảm 16,3% yoy.

Triển vọng lợi nhuận năm 2019

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của TCB trong năm 2019 đạt 9.359 tỷ VNĐ, tăng trưởng 10,6% yoy. Nếu không tính đến khoản lợi nhuận từ bán TechcomFinance trong 2018, tăng trưởng lợi nhuận của TCB năm 2019 đạt 20% yoy. Dự báo này cao hơn 4% so với dự báo trước đây của chúng tôi chủ yếu do dự báo về chi phí dự phòng được điều chỉnh giảm.

Dự báo kết quả kinh doanh 2019 (tỷ VNĐ)

Tiêu chí	2018	2019F	% Cơ sở dự báo	
Tổng tài sản	321,050	363,492	13.2%	
Tiền gửi khách hàng	201,471	233,706	16.0%	TCB đặt kế hoạch tăng trưởng tín dụng 13% cho cả năm 2019 và đã được NHNN chính thức phê duyệt áp dụng Basel II có hiệu lực từ 01/07/2019. Với việc áp dụng Basel 2, TCB có thể xin nới hạn mức tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giả định tăng trưởng tín dụng của TCB chỉ ở mức 13% do:
Cho vay khách hàng	159,942	180,734	13.0%	<ul style="list-style-type: none"> □ Thị trường bất động sản chững lại có thể khiến nhu cầu vay vốn không tăng trưởng mạnh. □ Có khoảng 10 ngân hàng đã nộp hồ sơ xin áp dụng Basel 2 sớm và trường hợp nới hạn mức tăng trưởng tín dụng, chúng tôi cho rằng mức nới cũng sẽ không được nhiều đối với mỗi ngân hàng để đảm bảo không ảnh hưởng đến mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn ngành trong 2019. <p>Tỷ lệ pure LDR của TCB tại 31/3/2019 đạt 78,8% (giảm nhẹ so với cuối 2018). Tuy nhiên, nếu tính cả danh mục trái phiếu doanh nghiệp, tỷ lệ này đã ở mức 106%. Do đó, chúng tôi giả định tiền gửi khách hàng sẽ được đẩy mạnh hơn để cải thiện tỷ lệ LDR với tốc độ tăng trưởng ở mức 16%.</p>
Tổng thu nhập hoạt động	18,350	20,632	12.4%	<p>Chúng tôi giả định NIM tăng lên 4,2% nhờ lợi suất danh mục trái phiếu tốt hơn so với 2018. Nhờ đó thu nhập lãi thuần dự báo đạt 13.266 tỷ VNĐ, tăng 19% yoy.</p> <p>Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ của TCB trong 2019 dự báo đạt 4.199 tỷ VNĐ (+18% yoy) giảm nhẹ so với dự báo trước đây (4.309 tỷ VNĐ) do chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo về doanh thu phí bảo hiểm khi hợp tác với Manulife chuyển sang đầu giai đoạn 2 và thu nhập dịch vụ thanh toán tăng chậm hơn so với giai đoạn trước.</p>
Chi phí hoạt động	5,843	6,786	16.1%	Tỷ lệ CIR trong 2017-2018 nếu loại bỏ các khoản thu nhập đột biến đạt 32-33%. Do đó, chúng tôi giả định CIR duy trì ở quanh mức 32%.
LN trước dự phòng rủi ro tín dụng	12,508	13,846	10.7%	

Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	1,846	2,133	15.5%	Với dự phòng trong Q1/2019 ở mức thấp và chất lượng tài sản vẫn duy trì khả quan, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo về chi phí dự phòng cho cả năm 2019.
LNST	8,463	9,359	10.6%	
EPS	2,420	2,677	10.6%	

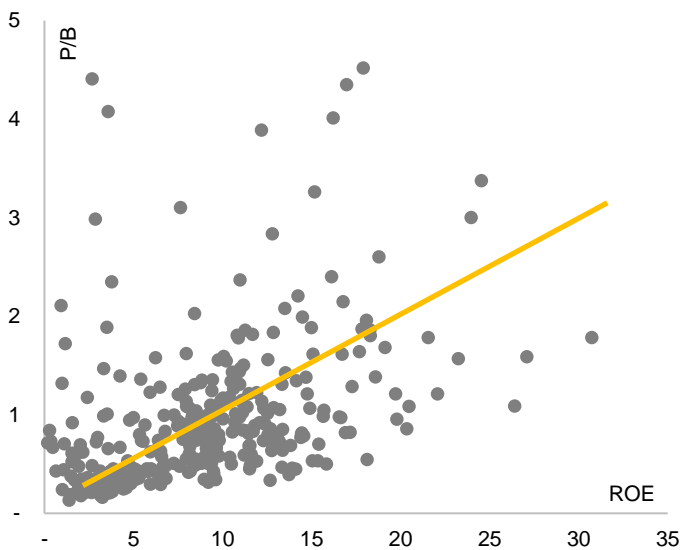
Định giá

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu của TCB từ mức 33.400 về 28.152 đồng/cổ phần do những thay đổi chính như sau:

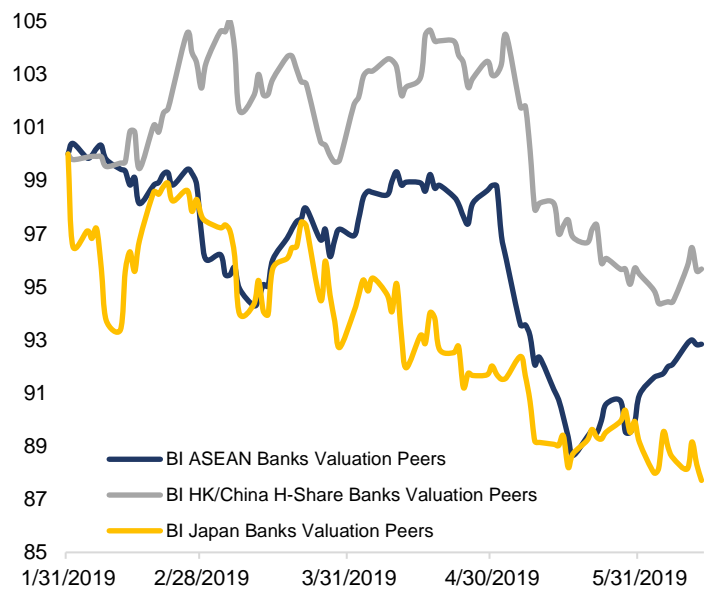
Phương pháp P/B

Mức P/B mục tiêu giảm từ 1,83 lần xuống 1,5 lần do định giá của các ngân hàng trong khu vực được lựa chọn để so sánh đã giảm trong thời gian gần đây. Mức ROE 16,6% hiện được định giá với P/B là 1,5 lần.

Tương quan giữa PB và ROE các ngân hàng tại các nước đang phát triển châu Á



Biến động giá nhóm cổ phiếu ngân hàng



Phương pháp RIM | Các giả định chính

- ❑ Doanh thu phí dịch vụ tăng chậm hơn so với giả định trước (21,2%/năm so với 25%/năm giai đoạn 2018-2021) do TCB đang áp dụng chương trình Fast eBank để mở rộng CASA nhằm làm giảm chi phí vốn.
- ❑ Như đã phân tích ở phần trên, kể từ 2016 đến nay, mức độ ảnh hưởng của việc tăng CASA đến chi phí vốn bình quân không lớn như giai đoạn trước, do đó, mặc dù chúng tôi vẫn giả định CASA tăng trưởng tốt nhưng mức độ ảnh hưởng đến NIM thấp hơn trước đây. NIM năm 2022 đạt 4,24% thay vì 4,40% như giả định trước.
- ❑ Tỷ lệ chiết khấu được điều chỉnh tăng từ 12% lên 13,2%.

Kết quả định giá (VNĐ/cổ phần)		
Phương pháp	Định giá trước	Định giá hiện tại
P/B	31.895	26.264
RIM	34.934	30.040
Giá bình quân	33.400	28.152

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi vẫn đánh giá cao TCB với mô hình kinh doanh độc đáo cùng nguồn thu nhập đa dạng nhờ đó không bị ảnh hưởng quá mạnh khi khả năng mở rộng danh mục cho vay bị hạn chế. Bên cạnh đó, tiềm năng mở rộng nguồn thu dịch vụ của TCB vẫn còn rất lớn, đặc biệt là ở mảng bảo hiểm. Số lượng hợp đồng tại thời điểm cuối năm 2018 mới chỉ khoảng 107.000 hợp đồng, trong khi danh mục khách hàng cá nhân active của TCB là khoảng 1,8 triệu người. Với mức giá mục tiêu **28.152 đồng/cổ phần**, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phần TCB.

Điểm quan ngại lớn nhất của chúng tôi là rủi ro tập trung của TCB khi tăng trưởng của ngân hàng vẫn đang xoay quanh chuỗi bất động sản với việc cho vay mua nhà, tư vấn phát hành trái phiếu... Các chuỗi khác vẫn chưa đóng góp nhiều vào TOI của TCB để giảm rủi ro tập trung này.

Về dài hạn, ngoài bất động sản, TCB tập trung chiến lược vào 5 lĩnh vực kinh tế là: FMCG, viễn thông, du lịch giải trí, dịch vụ tài chính và sản xuất ô tô. 6 lĩnh vực này đóng góp 48% vào GDP, nhắm vào nhu cầu tiêu dùng của phân khúc trung lưu có dân số ngày càng gia tăng. Nếu TCB thành công trong chiến lược này, rủi ro đa dạng hóa sẽ được giảm thiểu trong tương lai.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018	2019F
Tổng thu nhập hoạt động	9,344	11,919	16,344	18,350	20,632
Chi phí hoạt động	-3,679	-4,261	-4,698	-5,843	-6,786
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	5,665	7,658	11,646	12,508	13,846
Dự phòng rủi ro tín dụng	-3,628	-3,661	-3,609	-1,846	-2,133
Lợi nhuận sau thuế	1,529	3,149	6,446	8,463	9,359

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018	2019F
Tiền, vàng bạc, đá quý	2,754	2,957	2,344	2,606	2,867
Tiền gửi tại NHNN	2,677	2,534	4,279	10,555	12,666
Tiền vàng gửi tại các TCTD khác	14,763	21,599	30,156	35,616	42,739
Cho vay khách hàng	112,180	142,616	160,849	159,942	180,734
Chứng khoán đầu tư	45,017	45,675	51,542	86,512	108,140
Tổng tài sản có	191,994	235,363	269,392	321,050	359,463
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	0	1,448	1,000	6,025	0
Tiền gửi và vay các TCTD khác	20,746	24,886	46,324	36,425	38,246
Tiền gửi của khách hàng	142,240	173,449	170,971	201,471	233,706
Vốn chủ sở hữu	16,458	19,586	26,931	51,783	61,223
Tổng nguồn vốn	191,994	235,363	269,392	321,050	359,463

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018	2019F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng cho vay KH (%)	40%	27%	13%	-1%	13%
Tăng trưởng huy động (%)	8%	22%	-1%	18%	16%
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	9%	23%	14%	19%	12%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu (%)	10%	19%	38%	92%	18%
Chỉ tiêu sinh lời					
NIM (%)	4.34%	4.18%	3.88%	4.12%	4.17%
ROA (%)	0.83%	1.47%	2.55%	2.87%	2.75%
ROE (%)	9.73%	17.47%	27.71%	21.50%	16.56%
Chỉ tiêu chất lượng tài sản					
NPL (%)	1.66%	1.58%	1.61%	1.61%	1.61%
Dự phòng/Tổng dư nợ	1.04%	1.05%	1.17%	1.17%	1.17%
Chỉ tiêu thanh khoản					
Cho vay/Tổng tài sản	58%	61%	60%	50%	50%
Cho vay/Huy động	79%	82%	94%	79%	77%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	1,722	3,547	5,530	2,420	2,677
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18,538	22,061	23,107	14,810	17,509

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Thu Hà** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên, Dầu khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ thông tin

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Trần Thị Thu Nga

Bán lẻ

tranthithunga@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtiendung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Chiến lược thị trường

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Phân tích kỹ thuật

lehoangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Chiến lược thị trường

nguyenduchoang@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888