



BÁO CÁO ^{ÁP}

TRIỂN VỌNG NGÀNH

2020

Ngành ngân hàng



MỤC LỤC

Ngành Ngân hàng [Khả quan]	3
Tình hình hoạt động của các ngân hàng niêm yết 2019	13
VCB – Giá mục tiêu 104,300 VND/cp – Upside 18%	14
BID – Giá mục tiêu N/A	15
CTG – Giá mục tiêu 30,400 VND/cp – Upside 26%	16
ACB – Giá mục tiêu 29,000 VND/cp – Upside 16%	17
MBB – Giá mục tiêu 25,000 VND/cp – Upside 18%	18
STB – Giá mục tiêu 12,000 VND/cp – Upside 16%	19
HDB – Giá mục tiêu 30,000 VND/cp – Upside 11%	20
MSB – Giá mục tiêu 12,000 VND/cp – Upside N/A	21
VPB – Giá mục tiêu 32,600 VND/cp – Upside 25%	22
TPB – Giá mục tiêu 23,000 VND – Upside 10%	23
TCB – Giá mục tiêu 26,000 VND/cp – Upside 18%	24
VIB – Giá mục tiêu 20,800 VND/cp – Upside 20%	25
Agribank – Giá mục tiêu N/A	26

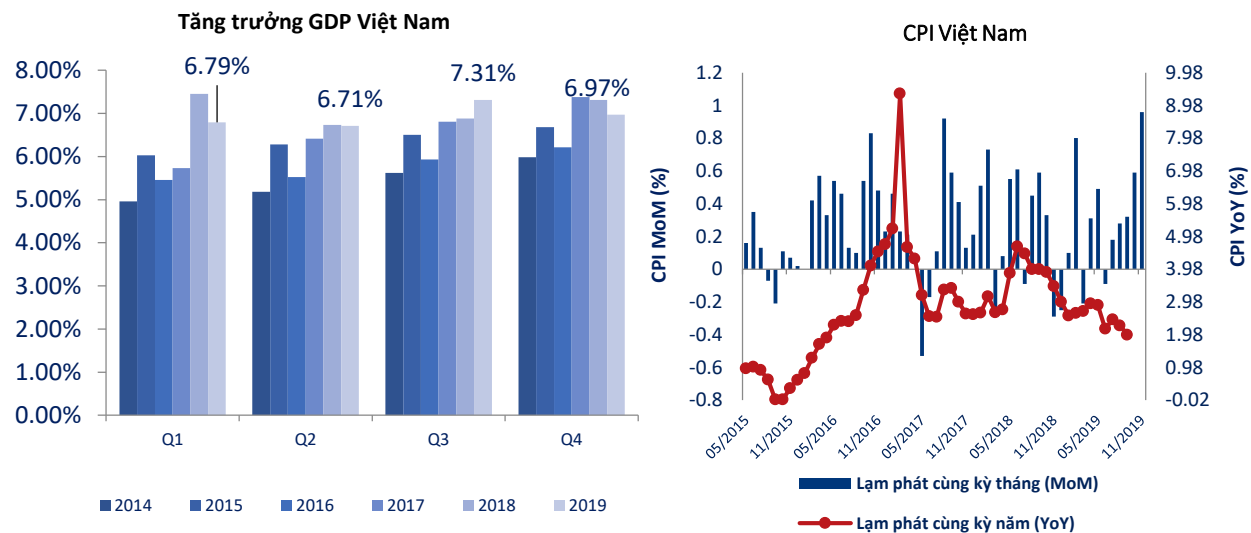
Ngành Ngân hàng [Khả quan]

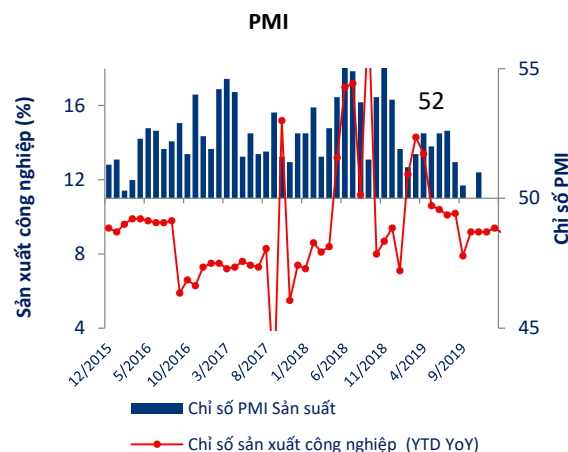
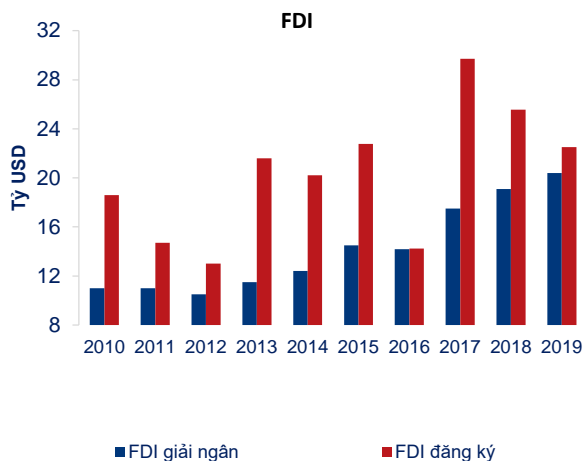
- Tăng trưởng tín dụng, cải thiện NIM cùng việc tăng trưởng từ thu nhập ngoài lãi sẽ giúp TOI tăng trưởng ở mức 14.9% trong năm 2020.
- Tiết giảm chi phí hoạt động (OPEX)
- Chất lượng tài sản an toàn hơn giúp giảm chi phí trích lập dự phòng
- Định giá đang ở mức rẻ so với VN Index và khu vực trong khi có sự tăng trưởng LN cao.
- Chúng tôi giữ quan điểm **KHẢ QUAN** với ngành Ngân hàng trong năm 2020. Khuyến nghị **MUA**: VCB, VPB, CTG, ACB.

L luận điểm 1: Tăng trưởng tín dụng ,cải thiện NIM cùng việc tăng trưởng từ thu nhập ngoài lãi sẽ giúp tổng thu nhập hoạt động (TOI) tăng trưởng ở mức 14.9% trong năm 2020.

1. Kinh tế vĩ mô của Việt Nam trong năm 2020 được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định hỗ trợ phát triển ngành ngân hàng.

Việt Nam tiếp tục giữ vững nền kinh tế ổn định hỗ trợ phát triển ngành ngân hàng. BSC dự báo, trong năm 2020, nền kinh tế Việt Nam sẽ giảm tốc độ tăng trưởng nhẹ, tuy nhiên vẫn sẽ giữ ở mức cao so với khu vực và thế giới. Tăng trưởng GDP sẽ ở mức 6.5% - 6.6% đóng góp chính từ tiêu dùng cá nhân + đóng góp từ khối FDI, CPI ở mức 3.5% (<4%). Thanh khoản hệ thống được dự báo ở mức ổn định nhờ (1) xuất khẩu vẫn tăng trưởng tốt, (2) thặng dư ngân sách nhà nước và dự trữ ngoại hối ở mức cao giúp đảm bảo thanh khoản.





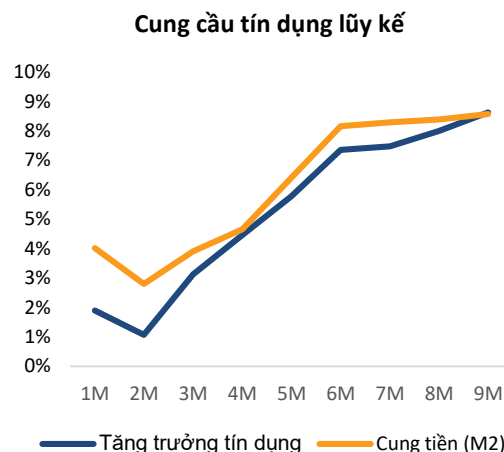
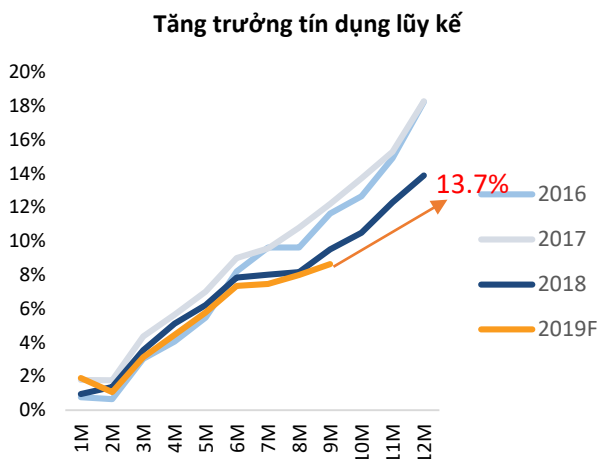
	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
GDP YoY (%)	6.7	6.2	6.8	7.08	7.02	6.6-6.8
Lạm phát (%)	0.62	4.7	3.5	2.98	5.3	3.4-3.5
Xuất khẩu (tỷ USD)	162.4	175.9	211.9	243.5	263.45	278.25
Nhập khẩu(tỷ USD)	165.6	173.3	209.3	236.7	253.51	269.96
Cán cân thương mại (tỷ USD)	-3.54	2.6	2.7	6.80	9.9	8.29
Tỷ giá (VND/USD)	22,485	22,365	22,750	23,355	23,229	23,400
Nợ công/GDP (%)	61.3	63.6	61.3	58.4	57.4	55-56
Nợ chính phủ/GDP (%)	49.2	52.7	51.7	50	49.9	49.7
Tăng trưởng tín dụng (%)	17.29	18.7	17	14	13	12-13
FDI đăng ký (tỷ USD)	22.76	20.9	29.7	25.57	22.5	20-23
FDI giải ngân (tỷ USD)	14.5	15.80	17.50	19.1	20.4	22

Nguồn: GSO, BSC Research

2. Cung cầu tín dụng có xu hướng chậm lại do việc giảm tốc của nền kinh tế.

BSC dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2020 ở mức 12.5%, chậm hơn mức ước tính 13% trong năm 2019.

Tăng trưởng tín dụng trong 2019 đạt mức 13.7% (cùng kỳ 2018 = 13.9%), cơ cấu cho vay vẫn tập trung chủ yếu vào nông nghiệp (8.9%), công nghiệp và xây dựng (29.2%) và thương mại (21.9%) là những lĩnh vực được ưu tiên cho vay của chính phủ. Mức cung tiền M2 tăng trưởng lũy kế hết 9M2019 đạt mức 8.6% YtD, tương đương mức tăng trưởng tín dụng. Cung cầu tín dụng được kiểm soát tốt sẽ giúp mặt bằng lãi suất ổn định (trung bình lãi suất cho vay ngắn hạn từ 6%-9%, trung và dài hạn ở mức 9%-11%).



Nguồn: SBV, BSC Research

Các chính sách mới của SBV tác động nhiều đến các DN niêm yết.

Theo quyết định ban hành ngày 18/11/2019, SBV quyết định hạ trần lãi suất, hiệu lực từ ngày 18/11/2019:

- Huy động ngắn hạn: không kỳ hạn và kỳ hạn dưới 1 tháng hạ 0.2%, kỳ hạn từ 1-6 tháng xuống 0.5%.
- Lãi suất cho vay ngắn hạn (<1 năm) hạ 0.5% và được áp dụng cho các ngành ưu tiên (nông nghiệp, xuất khẩu, công nghệ hỗ trợ, ứng dụng công nghệ cao, SME).

Động thái này của SBV nhằm hỗ trợ các DN cũng như kích thích tăng trưởng nền kinh tế trong bối cảnh các ngân hàng trung ương trên thế giới đồng loạt cắt giảm lãi suất (FED, ngân hàng trung ương Trung Quốc,..).

Theo đánh giá của BSC, việc hạ trần lãi suất huy động và cho vay này có thể sẽ giúp cải thiện LN của ngành trong ngắn hạn do (1) việc hạ lãi suất cho vay chỉ áp dụng cho các khoản vay ngắn hạn (chiếm 50% cho vay khách hàng), và chỉ hạ lãi suất cho các ngành nghề ưu tiên (chiếm 50% cơ cấu cho vay theo ngành nghề), (2) Các ngân hàng hiện nay đang huy động với kỳ hạn <6 tháng ở mức cao (60% cơ cấu huy động từ khách hàng – loại trừ casa) dẫn đến việc tiết kiệm được chi phí vốn cao hơn việc giảm thu nhập lãi từ hạ lãi suất cho vay.

Thông tư 22/NHNN có quy định thêm về các giới hạn tỷ lệ đảm bảo, trong đó chủ yếu có những thông tin quan trọng sau:

- Tính toán lại giá trị thực của vốn điều lệ, nếu mức vốn điều lệ giảm thấp hơn mức vốn pháp định, ngân hàng phải có phương án xử lý đảm bảo giá trị thực của vốn điều lệ không thấp hơn mức vốn pháp định và duy trì các tỷ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động.
- Quy định các khả năng chi trả, khả năng thanh toán đảm bảo an toàn hệ thống.
- Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tối đa theo lộ trình: từ 01/01/2020 – 30/09/2020: 40%, từ 01/10/2020 – 30/09/2021: 37%, từ 01/10/2021 – 30/09/2022: 34%, từ 01/10/2022: 30%.

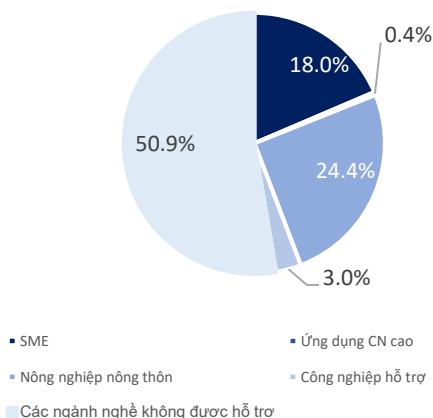
- Tỷ lệ mua, đầu tư TPCP < 30% so với tổng nợ phải trả bình quân của tháng liền trước.
- Tỷ lệ LDR = 85% cho toàn bộ ngân hàng (tỷ lệ này với NH TMCP hiện nay là 80%, các ngân hàng nhà nước là 90%).

Việc quy định về giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn sẽ không tác động nhiều đến hệ thống. Hiện nay tỷ lệ này được kiểm soát tốt trong toàn hệ thống ở mức 28%, thấp hơn mức 40% quy định đầu năm 2020 rất nhiều.

Tỷ lệ LDR được nới cho các NH TMCP giúp giảm áp lực lãi suất huy động của các NH này, tuy nhiên các ngân hàng nhà nước sẽ bị ảnh hưởng. Hiện nay, các ngân hàng TMCP bị hạn chế mức LDR ở mức 80% và thực tế tỷ lệ này đã ở mức tiệm cận 80%. Do đó, chúng tôi cho rằng với việc tăng tỷ lệ này với các ngân hàng TMCP giúp giảm áp lực lãi suất huy động và đồng thời giúp cải thiện LN.

Thông tư 58/2019 của BTC quy định về việc đặt tài khoản thanh toán của KBNN tại hệ thống ngân hàng. Theo đó, các khoản tiền gửi không kỳ hạn sẽ được rút về NHNN. BSC ước tính, khoảng 110,000 tỷ VND đã bị rút khỏi hệ thống gây ảnh hưởng đến thanh khoản thị trường thời gian gần đây.

Cơ cấu tín dụng ngành nghề ưu tiên



Ngân hàng	LDR hiện tại	NIM Q32019	LDR tăng/giảm	NIM điều chỉnh
ACB	80.6%	3.6%	85%	3.66%
BID	95.7%	2.9%	85%	2.70%
CTG	92.0%	2.1%	85%	2.00%
HDB	73.9%	4.0%	85%	4.60%
LPB	81.0%	3.1%	85%	3.24%
MBB	82.7%	4.6%	85%	4.62%
STB	71.9%	2.4%	85%	2.73%
TCB	71.3%	4.0%	85%	4.46%
TPB	75.5%	3.7%	85%	4.23%
VCB	78.8%	3.0%	85%	3.06%
VIB	86.5%	3.8%	85%	3.75%
VPB	92.9%	8.8%	85%	9.00%
MSB	58.0%	2.8%	85%	2.91%
OCB	68.6%	3.9%	85%	4.03%
VPBM	79.0%	4.5%	85%	5.00%
AGRIB	91.2%	3.5%	85%	3.41%

Nguồn: BSC Research

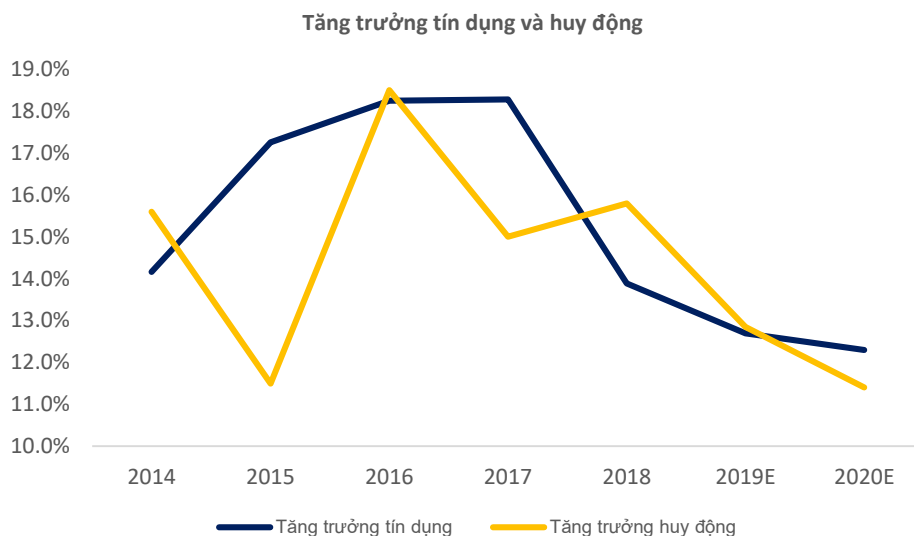
Siết chặt điều kiện phát hành và đầu tư TPDN của các ngân hàng.

Theo thống kê, tốc độ tăng trưởng của TPDN hiện nay ở mức cao dẫn đến việc khó kiểm soát chất lượng và quy mô, từ đó tiềm ẩn nhiều rủi ro. Năm 2019, tổng cộng trái phiếu doanh nghiệp đang lưu hành đạt mức hơn 600,000 tỷ VND, chiếm hơn 10% GDP.

NHNN đã đưa ra nhiều thông tư, nghị định về việc tăng cường quản trị rủi ro trong hoạt động đầu tư TPDN. Về phía ngân hàng cần đảm bảo an toàn, chấp hành các quy định về thủ tục quy trình mua bán TPDN, kiểm soát chặt chẽ hoạt động đầu tư kinh doanh trái phiếu vào các lĩnh vực kinh doanh rủi ro. Về phía DN, giới hạn phát hành riêng lẻ TPDN không vượt quá 3 lần VCSH tại BCTC gần nhất, khoảng thời gian tối thiểu của đợt phát hành trước và sau là 6 tháng và phải cùng điều kiện điều khoản.

Về kỳ vọng năm 2020, BSC cho rằng cung cầu tín dụng được dự báo sẽ chậm lại do:

- **Cầu tín dụng:** (1) nền kinh tế giảm tốc, GDP tăng trưởng chậm lại, (2) nhu cầu vay vốn dài hạn để sản xuất kinh doanh chậm lại.
- **Cung tín dụng:** Các ngân hàng thiếu vốn sẽ bị hạn chế cấp tín dụng (CTG, Agribank, ...). Về nguồn cung tín dụng, với việc nới trần LDR lên mức cho các hầu hết các ngân hàng (trừ ngân hàng nhà nước), áp lực huy động sẽ giảm bớt.
- **Huy động khách hàng của toàn hệ thống,** theo dự báo của BSC, sẽ tăng trưởng ở mức 11.4% yoy nhờ việc tăng trần LDR lên mức 85% với các NH TMCP (các NH nhà nước giảm tỷ lệ này xuống mức 85% vào trước năm 2022).



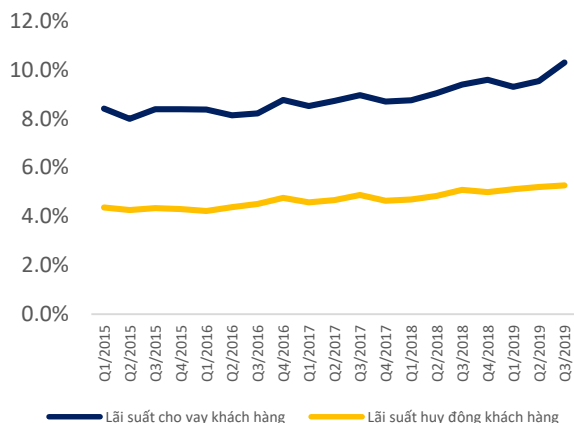
Nguồn: BSC Research

NIM toàn ngành 2020 được dự báo cải thiện nhẹ lên mức 3.62% (+6 bps)

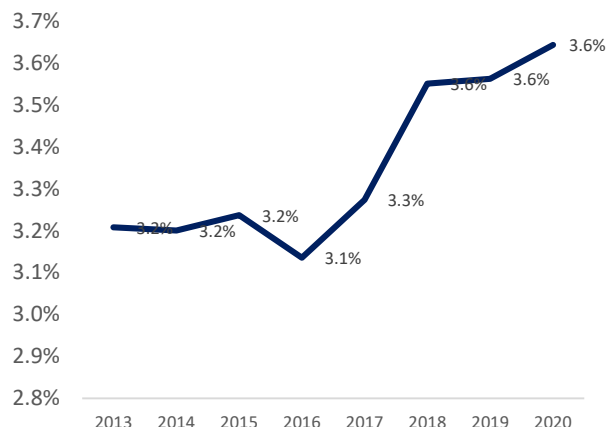
NIM trong năm 2019 tăng nhẹ nhờ việc dịch chuyển cơ cấu cho vay. Trong năm 2019, NIM toàn ngành được cải thiện lên mức 3.56% (+3 bps) do (1) tăng trưởng tín dụng chậm lại, (2) lãi suất huy động tăng ở các kỳ hạn dài trong khi lãi suất cho vay ổn định, (3) cơ cấu lại các khoản vay với lãi suất cao hơn. BSC cho rằng, xu hướng này sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2020, từ đó giúp cải thiện NIM.

Trong năm 2020, theo nhận định của BSC, NIM toàn ngành 2020 được dự báo cải thiện nhẹ lên mức 3.62% (+6 bps) nhờ (1) lãi suất cho vay và huy động, theo quan điểm của BSC, sẽ tiếp tục giảm nhẹ hỗ trợ tăng trưởng chung toàn thị trường, (2) cơ cấu lại các khoản vay sang cho vay SME và cá nhân giúp cải thiện NIM, (3) nới trần LDR giúp giảm bớt áp lực huy động trong hệ thống. Bên cạnh đó, lãi suất trên thị trường liên ngân hàng, theo BSC, sẽ hạ nhiệt sau khi các ngân hàng huy động đủ nguồn bù đắp phần thiếu hụt do việc rút tiền từ KBNN trong tháng 11/2019 và sẽ giữ ở mức thấp nhờ dự báo thanh khoản ổn định. Chúng tôi ước tính NIM toàn ngành sẽ tăng trưởng nhẹ lên mức 3.64% (+8 bps so với mức 2019E) cho các doanh nghiệp niêm yết.

Lãi suất cho vay và huy động toàn thị trường



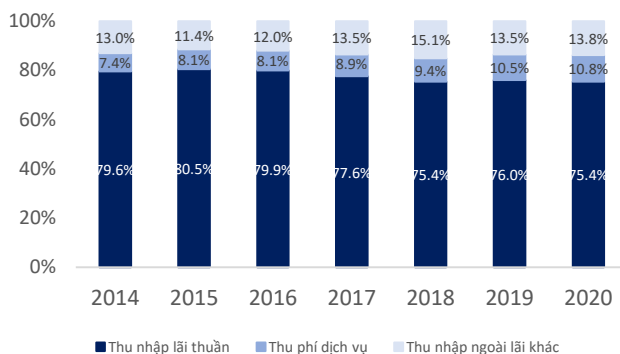
NIM toàn ngành



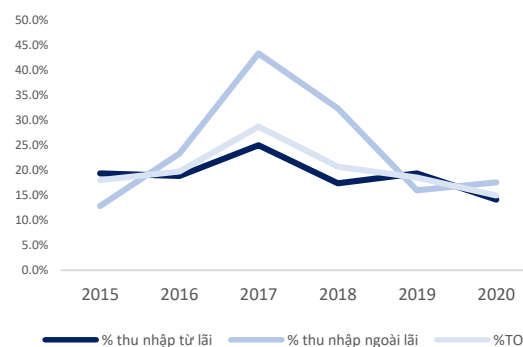
Nguồn: BSC Research

Thu nhập ngoài lãi sẽ tiếp tục tăng tỷ trọng trong cơ cấu TOI. Hiện nay, cơ cấu thu nhập ngoài lãi đang chiếm 24.6% (tăng từ mức 20.4% TOI năm 2014) nhờ sự tăng trưởng ấn tượng từ thu phí dịch vụ (CAGR 2014 – 2019 = 30%) và các phần thu hồi từ các khoản nợ xấu, kinh doanh trái phiếu và ngoại hối (CAGR 2014 – 2019 = 22%). Chúng tôi kỳ vọng việc tăng trưởng phí sẽ tiếp tục ở mức cao từ 20% - 25% trong năm 2020 khi các ngân hàng đẩy mạnh thu phí từ dịch vụ thanh toán, bancassurance,... Bên cạnh đó, một vài ngân hàng dự kiến sẽ ghi nhận các khoản one off lớn đến từ thu một lần phí bancassurance như VCB, TPB,...

Cơ cấu thu nhập hoạt động



Tăng trưởng thu nhập ngành Ngân hàng



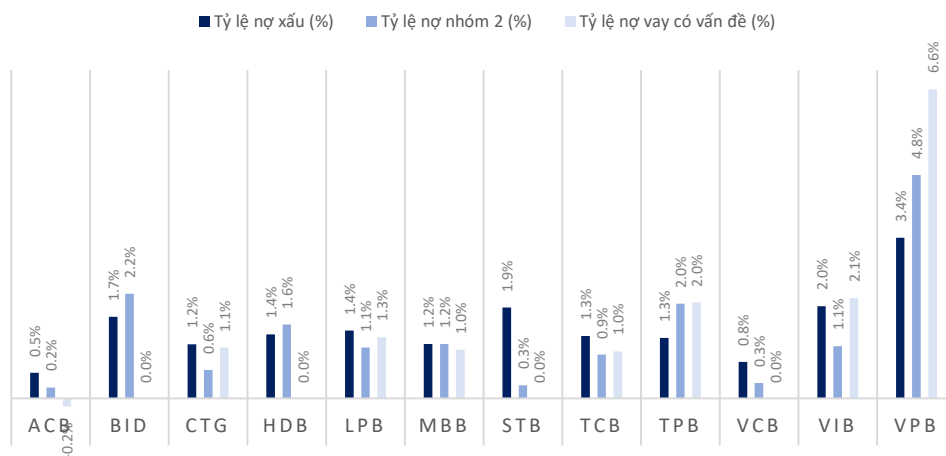
	Đối tác	Upfront fee (tỷ VND)	Năm bắt đầu	Thời hạn (Năm)
1	VPB AIA	1700	2018	15
2	TCB Manulife	1543	2018	15
3	VIB Prudential	600	2015	15
4	HD Bank Daichi	100	2015	10
5	Sacombank Daichi	500	2017	20
6	OCB Generali	890	2019	15
7	VCB FWD	9400	2020	15
8	SHB Daichi	1000	2017	15
9	TPB Sunlife	1700	2020	n/a

Nguồn: BSC Research, BCTC ngân hàng

Luận điểm 2: Chất lượng tài sản an toàn hơn giúp giảm chi phí trích lập dự phòng cùng việc tiết giảm chi phí hoạt động OPEX giúp tăng trưởng LNTT.

Chất lượng tài sản được cải thiện ở các ngân hàng niêm yết. Tỷ lệ NPL trung vị toàn ngành ở mức 1.4% (2018: 1.7%), tỷ lệ nợ nhóm 2 = 1.1% (2018 = 1.3%) cho thấy các NH hiện đang tập trung xử lý nợ tồn đọng từ quá khứ, làm sạch bảng cân đối. Bên cạnh đó, giảm nợ xấu giúp các NH giảm được chi phí trích lập dự phòng, từ đó cải thiện LN. Chúng tôi cũng đánh giá cao khả năng xử lý nợ xấu của các ngân hàng như CTG, VPB, STB, VIB... do có khả năng xử lý nợ xấu tốt (VPB, CTG và STB đã write off được nhiều VAMC + nợ xấu nội bảng). Các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt (VCB, ACB) có chi phí trích lập dự phòng thấp. Chúng tôi nhận thấy MBB đang thay đổi khẩu vị rủi ro, sang cho vay các khoản rủi ro cao giúp giữ tăng trưởng. Tuy nhiên, BSC cho rằng đây không phải vấn đề lớn trong 1-2 năm tới.

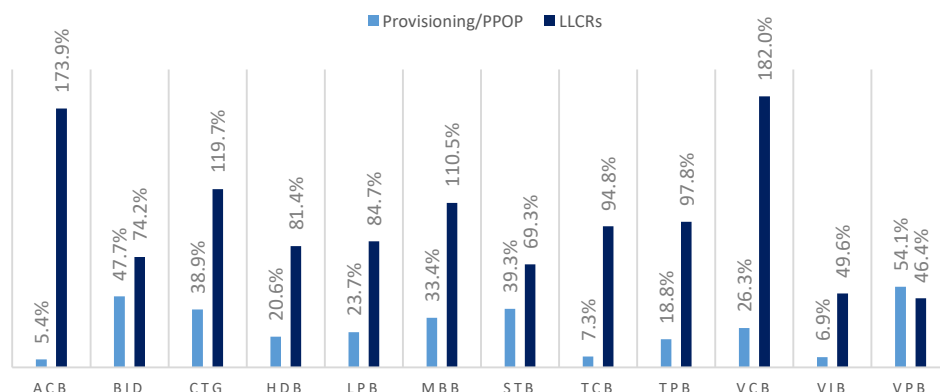
TỶ LỆ NỢ XẤU CỦA CÁC NGÂN HÀNG



Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Chi phí trích lập dự phòng được tiết giảm. Một số ngân hàng ghi nhận giảm mạnh chi phí dự phòng, hỗ trợ lợi nhuận trong thời gian qua như TCB, ACB là ví dụ điển hình. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCRs) được cải thiện = 90% (Q2/2019: 79.1%). Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng chi phí trích lập dự phòng sẽ giảm tỷ trọng trong TOI nhờ (1) Một số ngân hàng đã trích lập xong VAMC trong năm 2019 như VPB, Seabank,..., (2) Các ngân hàng đã xử lý xong nhiều nợ tồn đọng thời gian trước sẽ giảm áp lực trích lập chi phí dự phòng, (3) tỷ lệ trích lập vẫn đang ở mức cao.

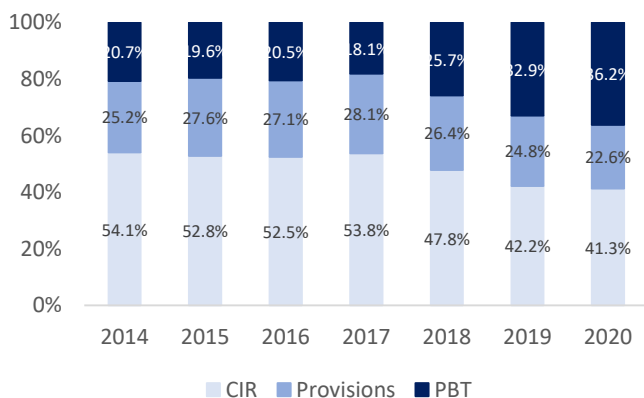
CHI PHÍ DỰ PHÒNG



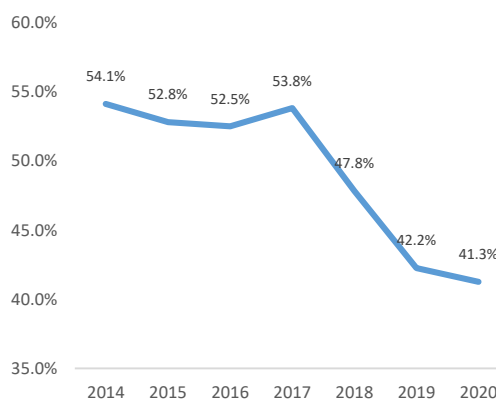
Nguồn: FiinPro, BSC Research

Chi phí hoạt động tiếp tục được tiết giảm. Nhiều ngân hàng đã cắt giảm chi phí hoạt động, tập trung tăng năng suất nhân viên và áp dụng digital banking vào giúp tiết giảm chi phí. Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2020, xu thế này sẽ tiếp tục tiếp diễn và đánh giá cao các ngân hàng như TCB, TPB về khía cạnh này. Bên cạnh đó, các ngân hàng có quy mô lớn hơn sẽ mất nhiều thời gian hơn để có thể áp dụng công nghệ vào bộ máy khá cồng kềnh (BID, CTG, VCB,..)

Cơ cấu TOI



Cost Income Ratio



Tỷ lệ an toàn vốn ở mức an toàn và các ngân hàng sẽ tiếp tục tăng vốn để đáp ứng đủ vốn theo yêu cầu Basel II.

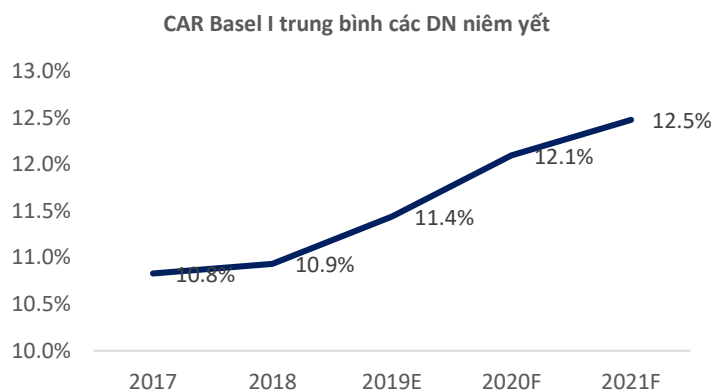
Các ngân hàng sẽ tăng vốn từ 2 nguồn thông qua (1) chi trả cổ tức bằng cổ phiếu; (2) phát hành tăng vốn cho cổ đông nước ngoài (VCB, BID), (3) phát hành trái phiếu tăng vốn cấp 2.

Các ngân hàng nhà nước hiện đang có CAR ở mức 9 – 10% Basel I (ở mức thấp hơn so với các NH TMCP ở mức 12%) và đang có nhu cầu cao hơn các NH TMCP trong việc tăng vốn đảm bảo tăng trưởng. Trong tháng 7/2019, BID đã đàm phán xong việc bán 15% cho KEB Hana Bank với giá 33,640 VND/cp và sẽ tiếp tục tìm kiếm đối tác đầu tư tài chính trong năm 2020. VCB cũng tiếp tục theo đuổi kế hoạch phát hành

tăng vốn cho cổ đông nước ngoài (hiện còn 7.45%), CTG cũng đã được giữ lại LN trong năm 2017-2018 và có thể sẽ giữ lại LN năm 2019 để đảm bảo an toàn vốn.

Các ngân hàng khác như VPB, TPB,.. hiện đang phát hành các trái phiếu quốc tế thời hạn dài nhằm tăng vốn cấp 2, từ đó cải thiện CAR của các TCTD này.

Hiện nay, **CAR Basel I của toàn ngành**, theo ước tính của BSC, đang ở mức 11.5% (CAR Basel II sẽ thấp hơn từ 2%-2.5%). Đòn bẩy tài chính của các ngân hàng cũng đã giảm nhiều cho thấy các NH cũng đang tập trung tăng trưởng an toàn bền vững hơn trong thời gian tới.



Nguồn: BSC Research

Một số ngân hàng dự kiến niêm yết trong thời gian tới bao gồm: OCB (VĐL 4,000 tỷ đồng), Maritimebank (VĐL 11,750 tỷ đồng), Seabank (VĐL 5,466 tỷ đồng), ABBbank (VĐL 5,319 tỷ đồng), Saigonbank (VĐL 3,080 tỷ đồng), Nam Á Bank (VĐL 3,021 tỷ đồng), Việt Á Bank (VĐL 3,500 tỷ đồng), Agribank (30,473 tỷ VND). Việc niêm yết trên TTCK sẽ giúp nhà đầu tư có nhiều sự lựa chọn hơn khi đầu tư vào nhóm ngành ngân hàng cũng như tăng tỷ trọng toàn ngành trong VN Index (hiện đang ở mức khoảng 30%).

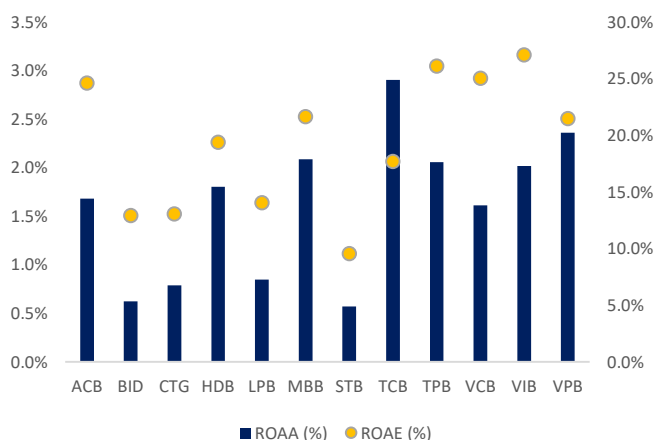
Tên ngân hàng TMCP	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tổng tài sản (tỷ đồng)
Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam	30,496	1,353,171
Sài Gòn	15,232	552,548
Đông Nam Á	9,369	152,559
Đại Chúng Việt Nam	9,000	151,738
Hàng Hải	11,750	148,342
Phương Đông	6,599	106,413
Nam Á	3,354	87,820
Việt Á	3,500	72,680
Bảo Việt (Baoviet bank)	3,150	53,663
Bản Việt	3,171	48,019
Xăng dầu Petrolimex	3,000	30,940
Sài Gòn Công Thương	3,080	22,077
Đông Á	5,000	
TNHH MTV Đại Dương	4,000	
TNHH MTV Dầu khí toàn cầu	3,018	
TNHH MTV Xây dựng	3,000	
Tổng cộng	116,719	2,779,971

Nguồn: BCTC NHTM, BSC Research

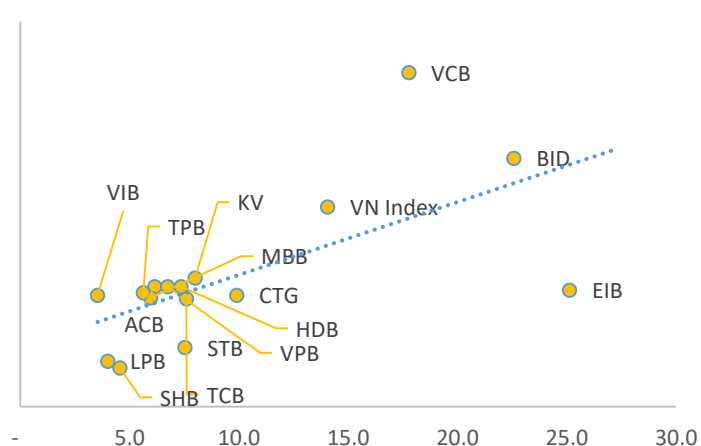
Luận điểm 3: Định giá đang ở mức rẻ so với VN Index và khu vực trong khi có sự tăng trưởng LN cao.

Hiện nay ngành ngân hàng đang được định giá ở mức PER = 7.0x và PBR = 1.3x, thấp hơn nhiều so với VN Index (PER = 14.05x (chỉ tính các cổ phiếu có LN dương), PBR = 2.3x) và các ngân hàng cùng quy mô trong khu vực (PBR = 1.5x). Với kỳ vọng LN của ngành ngân hàng trong năm 2020 ở mức 23.3% (bao gồm cả AGRB, MSB, OCB,...), chúng tôi cho rằng ngành ngân hàng xứng đáng có mức định giá cao hơn. Các ngân hàng chưa niêm yết trong thời gian tới cũng sẽ lên sàn, giúp tỷ trọng của toàn ngành có thể lên mức 30% giá trị thị trường của VN Index cũng sẽ là catalyst giúp đánh giá lại định giá toàn ngành trên thị trường.

ROAA, ROAE của hệ thống ngân hàng



Định giá ngành ngân hàng



Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Trong năm 2020, tuy thu nhập từ lãi, theo dự báo của BSC sẽ tăng trưởng ở mức 14.6% yoy, các hoạt động thu nhập ngoài lãi (phí dịch vụ, bán chéo sản phẩm bancassurance, thu hồi từ các khoản nợ đã xóa,...) tăng trưởng mạnh cùng việc chất lượng tài sản được cải thiện giúp giảm chi phí trích lập dự phòng. Theo đó, BSC ước tính trong năm 2020, TOI và PBT của các ngân hàng niêm yết sẽ đạt lần lượt 325,808 tỷ VND (+15.7% yoy) và 125,892 tỷ VND (+21.4% yoy). Với dự địa tăng trưởng cao cũng như mặt bằng định giá hiện tại vẫn còn thấp so với khả năng sinh lời của ngành, chúng tôi giữ nguyên quan điểm **KHẢ QUAN** với ngành Ngân hàng trong năm 2020 và khuyến nghị đầu tư vào các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt và khả năng sinh lời cao như VCB, ACB,...

Tình hình hoạt động của các ngân hàng niêm yết 2019

	ACB	BID	CTG	HDB	LPB	MBB	STB	TCB	TPB	VCB	VIB	VPB	MSB	OCB
QUY MÔ														
Vốn điều lệ	16,086	40,220	37,234	9,810	8,881	23,727	18,852	35,001	8,566	37,089	9,245	25,300	11,750	7,899
VCSH	24,705	77,766	77,356	19,655	12,580	39,886	26,742	62,073	12,391	85,753	13,431	42,218	14,864	11,508
Tổng TS	377,358	1,490,105	1,240,789	251,601	202,058	411,488	453,581	383,699	153,215	1,223,981	184,570	377,214	156,978	118,160
Vốn chủ sở hữu/TTS	6.5%	5.2%	6.2%	7.8%	6.2%	9.7%	5.9%	16.2%	8.1%	7.0%	7.3%	11.2%	9.5%	9.7%
TĂNG TRƯỞNG														
% tín dụng	17.0%	12.6%	7.3%	19.6%	17.6%	15.8%	15.2%	19.0%	17.0%	15.9%	31.1%	17.9%	23.2%	12.6%
% TS	14.6%	13.5%	6.6%	16.4%	15.4%	13.6%	11.7%	19.5%	12.5%	14.1%	32.6%	16.7%	13.9%	18.2%
% cho vay	17.0%	13.0%	8.1%	20.6%	17.9%	16.6%	15.4%	44.3%	18.3%	16.1%	34.4%	16.1%	30.4%	26.2%
% tiền gửi	10.0%	-3.3%	-1.7%	20.2%	6.6%	-16.8%	-52.9%	68.2%	15.0%	-3.8%	-7.4%	-6.2%	24.8%	9.6%
% TOI	16.6%	8.3%	41.0%	22.2%	33.4%	26.2%	25.3%	14.8%	32.5%	16.4%	33.3%	17.0%	0.0%	31.8%
% LN trước DPRR	16.2%	8.9%	71.1%	27.9%	35.3%	38.1%	39.9%	10.0%	47.5%	16.5%	38.0%	17.5%	23.5%	32.4%
% PBT	14.8%	14.8%	75.0%	24.8%	68.1%	29.2%	43.2%	20.4%	42.0%	26.4%	48.8%	12.3%	22.3%	46.8%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN														
Nợ nhóm 2	0.2%	2.2%	0.6%	1.2%	1.1%	1.1%	0.4%	0.9%	2.1%	0.3%	1.1%	4.8%	1.6%	1.7%
Nợ xấu	0.7%	1.7%	1.1%	1.6%	1.4%	1.2%	1.9%	1.2%	1.3%	0.8%	1.9%	3.2%	1.9%	1.8%
Nợ xấu (+ VAMC)	0.7%	2.9%	1.8%	2.9%	1.6%	1.2%	10.8%	1.2%	1.3%	0.8%	1.9%	3.2%	3.6%	1.8%
Nợ vay có vấn đề	-0.3%	2.7%	0.4%	1.7%	1.3%	1.0%	0.9%	1.0%	2.2%	-0.3%	2.3%	6.6%	2.3%	2.6%
DPRR/ Tổng dư nợ	1.2%	1.3%	1.4%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.1%	1.4%	0.7%	1.6%	1.4%	1.0%
LLCRs	160.0%	74.2%	119.7%	71.2%	84.7%	110.5%	69.3%	94.8%	90.0%	182.0%	37.2%	46.4%	68.1%	55.4%
DPRR/Nợ 2-5	130.2%	32.5%	78.5%	39.7%	48.4%	55.2%	60.5%	55.8%	35.1%	128.2%	23.8%	19.4%	37.3%	28.4%
Lãi, phí PT/cho vay	1.5%	1.2%	0.7%	2.9%	3.1%	1.5%	6.6%	2.4%	1.5%	1.1%	1.2%	2.3%	6.3%	2.0%
RỦI RO THANH KHOẢN & AN TOÀN VỐN														
LDR	80.0%	92.6%	90.8%	73.1%	78.4%	77.9%	72.2%	69.9%	60.0%	78.0%	85.0%	90.8%	58.8%	75.5%
TS thanh khoản/TTS	26.2%	23.4%	21.8%	37.2%	26.9%	34.8%	24.3%	34.4%	33.7%	38.1%	32.9%	25.5%	46.4%	36.9%
TS thanh khoản/Tiền gửi KH	31.7%	31.2%	30.3%	62.2%	39.7%	52.5%	27.4%	58.0%	60.5%	63.5%	59.2%	45.0%	90.1%	63.1%
Interbank/Tổng huy động	5.6%	2.4%	8.0%	15.6%	7.3%	9.0%	0.1%	13.4%	0.0%	7.0%	9.2%	4.3%	17.6%	14.5%
Đòn bẩy tài chính	15.27	19.16	16.04	12.80	16.06	10.32	16.96	6.18	12.37	14.27	13.74	8.94	10.56	10.27
CAR Basel I	12.7%	11.5%	9.7%	12.0%	10.2%	11.6%	14.2%	14.0%	11.4%	11.0%	13.3%	111.2%	11.1%	13.9%
HIỆU QUẢ KINH DOANH														
TOI	16,364	48,165	40,522	11,539	6,510	24,650	14,635	21,068	7,456	45,733	8,114	36,356	4,715	6,613
LN trước DPRRTD	8,509	30,885	24,782	6,394	2,478	14,927	5,370	13,756	4,101	29,913	4,686	24,021	2,213	4,164
LNTT	7,331	10,876	11,780	4,999	2,039	10,036	3,217	12,838	3,207	23,123	4,082	10,334	1,288	3,232
TN lãi thuần/TOI (%)	73.5%	74.7%	81.9%	83.1%	93.1%	73.0%	62.7%	67.7%	67.5%	75.6%	76.5%	83.9%	64.9%	62.2%
CASA	17.5%	17.1%	17.0%	8.5%	14.5%	38.4%	17.0%	32.9%	19.1%	30.8%	16.6%	13.3%	20.3%	12.2%
LS gộp BQ (%)	8.4%	7.4%	7.5%	9.2%	7.4%	8.5%	8.1%	7.6%	8.9%	3.4%	8.1%	15.1%	6.9%	9.2%
LS vốn BQ (%)	4.9%	4.9%	4.4%	4.3%	4.9%	3.8%	5.3%	3.6%	4.4%	6.1%	4.4%	5.8%	4.2%	5.3%
LS ròng (%)	3.5%	2.6%	3.1%	4.9%	2.6%	4.7%	2.9%	4.0%	4.5%	2.7%	3.7%	9.4%	2.7%	4.0%
NIM (%)	3.6%	2.7%	3.0%	4.3%	2.7%	4.9%	2.4%	4.3%	4.1%	3.1%	3.9%	9.5%	2.4%	3.9%
Provisioning/PPOP	13.8%	64.8%	52.5%	21.8%	17.7%	32.8%	40.1%	6.7%	21.8%	22.7%	12.9%	57.0%	41.8%	22.4%
CIR	48.0%	35.9%	38.8%	44.6%	61.9%	39.4%	63.3%	34.7%	45.0%	34.6%	42.2%	33.9%	53.1%	37.0%
ROAA (%)	1.6%	0.6%	0.8%	1.4%	0.8%	1.9%	0.5%	2.6%	1.7%	1.5%	1.8%	2.2%	0.7%	2.2%
ROAE (%)	23.7%	10.9%	12.2%	17.7%	12.7%	19.6%	9.2%	16.2%	20.7%	21.6%	24.3%	19.6%	7.0%	22.4%
RoRWA (%)	2.6%	1.0%	0.9%	1.8%	1.0%	2.1%	0.9%	2.2%	2.2%	2.5%	3.4%	2.1%	1.1%	3.1%
RARORAC (%)	24.6%	13.2%	13.6%	21.3%	13.9%	22.7%	10.5%	19.8%	23.2%	26.4%	17.2%	22.7%	10.0%	7.6%
ĐỊNH GIÁ														
EPS (đồng/cp)	3,646	2,110	2,541	3,554	1,802	3,297	1,302	2,878	2,992	4,992	3,532	3,268	888	3,270
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	15,358	19,335	20,775	20,036	14,164	16,810	14,185	17,734	14,465	23,121	14,528	16,687	12,650	14,569

Nguồn: BCTC ngành NH, BSC Research

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu VCB với giá mục tiêu 104,300 VND/cp, upside 18% với phương pháp P/B = 5x cho 2020. Trong năm 2019, VCB là ngân hàng đi đầu các hạng mục về chất lượng tài sản và khả năng sinh lời. Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng nhà đầu tư tiếp tục đánh giá lại giá trị hợp lý của VCB nhờ (1) Deal bancassurance giúp ghi nhận LN bất thường, (2) là ngân hàng đi đầu về chất lượng tài sản + khả năng sinh lời trên toàn hệ thống, (3) bán vốn cho các nhà đầu tư tài chính trong nước và nước ngoài giúp cải thiện CAR Basel II.

	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần	28,409	34,577	39,425
Lãi thuần từ HĐ dịch vụ	3,401	4,309	4,688
Lãi thuần từ KD ngoại hối	2,266	3,378	4,054
Lãi thuần từ CKĐT	0	7	7
Lãi thuần từ HĐ khác	3,234	3,070	6,525
Thu nhập từ góp vốn	1,727	245	-
Tổng thu nhập hoạt động	39,288	45,733	54,834
Chi phí hoạt động	(13,610)	(15,820)	(18,644)
LN thuần trước DPRR	25,679	29,913	36,191
Chi phí DPRR	(7,379)	(6,790)	(5,248)
LN TT	18,300	23,123	30,943
Chi phí thuế TNDN	(3,642)	(4,595)	(6,086)
LNST	14,658	18,528	24,856
Lợi ích của CDTs	(16)	(14)	(14)
Cổ đông của Công ty mẹ	14,642	18,514	24,843

	2018	2019	2020F
TỔNG TÀI SẢN	1,072,983	1,223,981	1,332,427
Tiền mặt, vàng, đá quý	12,792	13,778	13,778
Tiền gửi tại SBV	10,846	34,684	39,938
Gửi + cho vay TCTD khác	248,256	248,729	261,166
Chứng khoán kinh doanh	2,654	1,801	1,801
Các CCPS và các TSTC khác	276	98	98
Cho vay khách hàng	622,358	724,290	834,133
Chứng khoán đầu tư	149,296	167,530	154,425
Góp vốn, đầu tư dài hạn	2,477	2,464	2,464
Tài sản cố định	6,528	6,696	6,553
Tài sản Có khác	17,500	23,909	18,070
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	1,072,983	1,223,981	1,332,427
Tổng nợ phải trả	1,009,094	1,138,228	1,243,203
Các khoản nợ CP + SBV	90,685	92,366	90,685
Tiền gửi vay TCTD khác	76,524	73,622	92,593
Tiền gửi của khách hàng	802,223	928,414	926,693
Các CCPS + nợ TC khác	-	-	-
Phát hành GTCG	21,461	21,384	18,215
Các khoản nợ khác	18,175	22,422	22,403
Vốn chủ sở hữu	63,889	85,753	89,224
Vốn điều lệ	35,978	37,089	37,089
Thặng dư vốn cổ phần	-	4,995	-
Cổ phiếu Quỹ	-	-	-
Vốn khác	345	345	344
Lợi nhuận chưa phân phối	20,029	33,670	35,506

	2018	2019	2020F
1. QUY MÔ			
Số lượng chi nhánh	123	128	133
Số lượng nhân viên	17,215	17,736	18,244
II. CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN			
1. Chỉ số an toàn vốn			
CAR Basel I	10.5%	11.0%	12.8%
VCSH/TTS	6.0%	7.0%	6.7%
Đòn bẩy tài chính	16.8	14.3	14.9
2. Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.6%	0.3%	0.3%
Tỷ lệ nợ xấu	1.0%	0.8%	0.8%
Tỷ lệ nợ xấu (Bao gồm VAMC)	1.0%	0.8%	0.8%
Tỷ lệ nợ vay có vấn đề	0.0%	-0.3%	-0.3%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	165.1%	182.0%	180.0%
DPRR/Nợ nhóm 2-5	102.7%	128.2%	126.8%
3. Chỉ số thanh khoản			
LDR	71.7%	78.0%	80.0%
Tài sản lỏng/TTS	39.5%	38.1%	35.4%
Tài sản lỏng/Tiền gửi KH	67.1%	63.5%	55.7%
Huy động interbank/Tổng HĐ	8.4%	7.0%	8.7%
III. HIỆU QUẢ SINH LỜI			
% tín dụng	14.6%	15.9%	15.0%
Thu nhập lãi thuần/TOI	72.3%	75.6%	71.9%
Tỷ lệ casa	30.3%	30.8%	31.6%
Lãi suất gộp bình quân	3.0%	3.4%	3.7%
Lãi suất huy động vốn BQ	5.4%	6.1%	6.3%
Lãi suất ròng	2.4%	2.7%	2.6%
NIM	2.8%	3.1%	3.2%
Chi phí DPRR/LN trước DPRR	28.7%	22.7%	14.5%
CIR	34.6%	34.6%	34.0%
ROAA	1.4%	1.5%	1.9%
ROAE	22.9%	21.6%	27.8%
RoRWA	2.4%	2.5%	3.2%
RARORAC	26.7%	26.4%	28.9%
IV. ĐỊNH GIÁ			
EPS (VND/cp)	4,070	4,992	6,698
BVPS (VND/cp)	17,758	23,121	24,057
V. TĂNG TRƯỞNG			
% TTS	3.6%	14.1%	8.9%
% cho vay KH	16.3%	16.4%	15.2%
% tiền gửi KH	13.2%	15.7%	-0.2%
% LN TT	61.4%	26.4%	33.8%
% NPATMI	61.1%	26.4%	34.2%

Nguồn: BSC Research

Trong năm 2019, BID đã hoàn thành bán chiến lược cho đối tác KEB Hana Bank và hiện đang tiếp tục theo đuổi việc bán cho cổ đông tài chính (hiện còn 10%).

	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần	34,956	35,995	39,685
Lãi thuần từ HĐ dịch vụ	3,551	4,284	5,168
Lãi thuần từ KD ngoại hối	1,040	1,495	1,786
Lãi thuần từ CKĐT	234	398	605
Lãi thuần từ HĐ khác	3,823	5,455	6,061
Thu nhập từ góp vốn	242	214	214
Tổng thu nhập hoạt động	44,491	48,165	53,846
Chi phí hoạt động	(16,124)	(17,280)	(18,846)
LN thuần trước DPRR	28,366	30,885	35,000
Chi phí DPRR	(18,894)	(20,009)	(21,832)
LNNT	9,473	10,876	13,167
Chi phí thuế TNDN	(1,931)	(2,211)	(2,684)
LNST	7,542	8,665	10,483
Lợi ích của CDTs	(184)	(178)	(216)
Cổ đông của Công ty mẹ	7,358	8,487	10,268

	2018	2019	2020F
TỔNG TÀI SẢN	1,313,038	1,490,105	1,747,608
Tiền mặt, vàng, đá quý	10,508	14,117	16,140
Tiền gửi tại SBV	50,185	135,255	153,438
Gửi + cho vay TCTD khác	104,113	54,290	56,476
Chứng khoán kinh doanh	674	6,346	6,346
Các CCPS và các TSTC khác	80	92	92
Cho vay khách hàng	976,334	1,102,494	1,260,069
Chứng khoán đầu tư	133,143	138,122	211,958
Góp vốn, đầu tư dài hạn	2,614	2,745	3,354
Tài sản cố định	10,667	10,605	10,521
Tài sản Có khác	24,721	26,038	29,213
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	1,313,038	1,490,105	1,747,608
Tổng nợ phải trả	1,258,345	1,412,338	1,666,145
Các khoản nợ CP + SBV	105,297	108,760	128,832
Tiền gửi vay TCTD khác	79,198	76,608	92,482
Tiền gửi của khách hàng	989,671	1,114,231	1,326,743
Các CCPS + nợ TC khác	-	-	-
Phát hành GTCG	39,991	62,772	62,772
Các khoản nợ khác	31,890	37,581	42,929
Vốn chủ sở hữu	54,693	77,766	81,463
Vốn điều lệ	34,187	40,220	40,220
Thặng dư vốn cổ phần	30	14,292	14,292
Cổ phiếu Quỹ	-	-	-
Vốn khác	179	268	411
Lợi nhuận chưa phân phối	12,483	13,998	15,081

	2018	2019	2020F
1. QUY MÔ			
Số lượng chi nhánh	1,063	1,062	1,062
Số lượng nhân viên	25,416	25,835	26,261
II. CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN			
1. Chỉ số an toàn vốn			
CAR Basel I	8.3%	11.5%	10.8%
VCSH/TTS	4.2%	5.2%	4.7%
Đòn bẩy tài chính	24.0	19.2	21.5
2. Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 2	2.3%	2.2%	2.2%
Tỷ lệ nợ xấu	1.8%	1.7%	1.7%
Tỷ lệ nợ xấu (Bao gồm VAMC)	2.5%	2.9%	1.9%
Tỷ lệ nợ vay có vấn đề	3.0%	2.7%	2.6%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	66.0%	74.2%	76.5%
DPRR/Nợ nhóm 2-5	29.7%	32.5%	33.5%
3. Chỉ số thanh khoản			
LDR	93.5%	92.6%	90.0%
Tài sản lỏng/TTS	22.7%	23.4%	25.4%
Tài sản lỏng/Tiền gửi KH	30.2%	31.2%	33.5%
Huy động interbank/Tổng HĐ	2.1%	2.4%	2.0%
III. HIỆU QUẢ SINH LỜI			
% tín dụng	13.7%	12.6%	14.0%
Thu nhập lãi thuần/TOI	78.6%	74.7%	73.7%
Tỷ lệ casa	17.1%	17.1%	17.1%
Lãi suất gộp bình quân	7.4%	7.4%	7.4%
Lãi suất huy động vốn BQ	4.6%	4.9%	5.0%
Lãi suất ròng	2.8%	2.6%	2.4%
NIM	2.9%	2.7%	2.5%
Chi phí DPRR/LN trước DPRR	66.6%	64.8%	62.4%
CIR	36.2%	35.9%	35.0%
ROAA	0.6%	0.6%	0.6%
ROAE	13.5%	10.9%	12.6%
RoRWA	0.9%	1.0%	1.1%
RARORAC	14.6%	13.2%	14.5%
IV. ĐỊNH GIÁ			
EPS (VND/cp)	2,152	2,110	2,553
BVPS (VND/cp)	15,998	19,335	20,254
V. TĂNG TRƯỞNG			
% TTS	9.2%	13.5%	17.3%
% cho vay KH	14.1%	12.9%	14.3%
% tiền gửi KH	15.1%	12.6%	19.1%
% LNNT	9.3%	14.8%	21.1%
% NPATMI	8.4%	15.3%	21.0%

Nguồn: BSC Research

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu CTG với giá mục tiêu 30,400 VND/cp, upside 26% với phương pháp P/B = 1.5x cho 2020. Trong năm 2019, CTG tập trung xử lý nợ xấu và tiết giảm chi phí nhiều (CIR về mức 38%, VAMC đã trích lập được 54%), cùng việc không ghi nhận khoản chi phí write off bất thường giúp LNTT tăng trưởng mạnh 75% yoy. Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng việc tăng vốn từ nhà nước (có khả năng sẽ tiếp tục giữ lại lợi nhuận năm 2019-2021) cùng việc định giá rẻ giúp nhà đầu tư đánh giá lại về giá trị của CTG (định giá 2020: P/B = 1.0x).

	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần	22,518	33,199	39,259
Lãi thuần từ HĐ dịch vụ	2,768	4,056	5,054
Lãi thuần từ KĐ ngoại hối	710	1,565	1,596
Lãi thuần từ CKĐT	218	(791)	(929)
Lãi thuần từ HĐ khác	1,878	1,500	1,733
Thu nhập từ góp vốn	374	628	628
Tổng thu nhập hoạt động	28,738	40,522	47,707
Chi phí hoạt động	(14,256)	(15,740)	(18,844)
LN thuần trước DPRR	14,482	24,782	28,863
Chi phí DPRR	(7,751)	(13,002)	(15,133)
LNTT	6,730	11,780	13,730
Chi phí thuế TNDN	(1,314)	(2,302)	(2,680)
LNST	5,416	9,478	11,049
Lợi ích của CDTs	(2)	(17)	(20)
Cổ đông của Công ty mẹ	5,414	9,461	11,029

	2018	2019	2020F
TỔNG TÀI SẢN	1,164,435	1,240,789	1,359,994
Tiền mặt, vàng, đá quý	7,028	8,283	8,950
Tiền gửi tại SBV	23,182	24,874	27,182
Gửi + cho vay TCTD khác	130,512	129,315	152,092
Chứng khoán kinh doanh	3,132	3,825	3,825
Các CCPS và các TSTC khác	281	470	470
Cho vay khách hàng	851,918	922,330	991,584
Chứng khoán đầu tư	102,100	104,615	124,150
Góp vốn, đầu tư dài hạn	3,317	3,352	6,369
Tài sản cố định	11,115	10,997	10,298
Tài sản Có khác	31,850	32,729	35,073
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	1,164,435	1,240,789	1,359,994
Tổng nợ phải trả	1,096,979	1,163,434	1,272,114
Các khoản nợ CP + SBV	62,600	70,603	63,543
Tiền gửi vay TCTD khác	111,400	109,483	128,685
Tiền gửi của khách hàng	825,816	892,782	982,900
Các CCPS + nợ TC khác	-	-	-
Phát hành GTCG	46,216	57,066	59,920
Các khoản nợ khác	45,013	27,724	31,291
Vốn chủ sở hữu	67,456	77,356	87,880
Vốn điều lệ	37,234	37,234	37,234
Thặng dư vốn cổ phần	8,975	8,975	8,975
Cổ phiếu Quỹ	-	-	-
Vốn khác	207	515	515
Lợi nhuận chưa phân phối	11,976	19,837	28,623

	2018	2019	2020F
1. QUY MÔ			
Số lượng chi nhánh	170	172	174
Số lượng nhân viên	24,105	24,388	24,671
II. CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN			
1. Chỉ số an toàn vốn			
CAR Basel I	10.2%	9.7%	10.0%
VCSH/TTS	5.8%	6.2%	6.5%
Đòn bẩy tài chính	17.3	16.0	15.5
2. Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.6%	0.6%	0.6%
Tỷ lệ nợ xấu	1.5%	1.1%	1.5%
Tỷ lệ nợ xấu (Bao gồm VAMC)	2.8%	1.8%	1.7%
Tỷ lệ nợ vay có vấn đề	0.7%	0.4%	0.3%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	95.0%	119.7%	120.0%
DPRR/Nợ nhóm 2-5	68.8%	78.5%	86.9%
3. Chỉ số thanh khoản			
LDR	90.8%	90.8%	88.0%
Tài sản lỏng/TTS	22.8%	21.8%	23.3%
Tài sản lỏng/Tiền gửi KH	32.2%	30.3%	32.2%
Huy động interbank/Tổng HĐ	7.8%	8.0%	8.7%
III. HIỆU QUẢ SINH LỜI			
% tín dụng	6.1%	7.3%	8.0%
Thu nhập lãi thuần/TOI	78.4%	81.9%	82.3%
Tỷ lệ casa	15.9%	17.0%	17.0%
Lãi suất gộp bình quân	7.3%	7.5%	6.9%
Lãi suất huy động vốn BQ	4.9%	4.4%	4.5%
Lãi suất ròng	2.4%	3.1%	2.5%
NIM	2.2%	3.0%	2.9%
Chi phí DPRR/LN trước DPRR	53.5%	52.5%	52.4%
CIR	49.6%	38.8%	39.5%
ROAA	0.5%	0.8%	0.8%
ROAE	8.0%	12.2%	12.6%
RoRWA	0.6%	0.9%	1.0%
RARORAC	9.5%	13.6%	14.0%
IV. ĐỊNH GIÁ			
EPS (VND/cp)	1,454	2,541	2,962
BVPS (VND/cp)	18,117	20,775	23,602
V. TĂNG TRƯỞNG			
% TTS	6.3%	6.6%	9.6%
% cho vay KH	8.9%	8.3%	7.5%
% tiền gửi KH	9.7%	8.1%	10.1%
% LNTT	-26.9%	75.0%	16.5%
% NPATMI	-27.2%	74.8%	16.6%

Nguồn: BSC Research

ACB tiếp tục là cổ phiếu yêu thích của BSC trong năm 2020 với chất lượng tài sản tốt và khả năng sinh lời ổn định. Trong năm 2020, ngoài việc tăng trưởng ổn định từ LN cốt lõi từ 15%-17% trong 2-3 năm tới, ACB có thể sẽ (1) bán một phần công ty con giúp ghi nhận LN bất thường, (2) ký độc quyền deal Bancassurance sẽ giúp nhà đầu tư đánh giá lại giá trị thị trường của cổ phiếu này.

	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần	10,363	12,028	14,085
Lãi thuần từ HĐ dịch vụ	1,498	1,797	2,156
Lãi thuần từ KD ngoại hối	241	236	236
Lãi thuần từ CKĐT	169	217	274
Lãi thuần từ HĐ khác	1,815	2,050	2,070
Thu nhập từ góp vốn	26	27	27
Tổng thu nhập hoạt động	14,033	16,364	18,857
Chi phí hoạt động	(6,712)	(7,854)	(9,051)
LN thuần trước DPRR	7,321	8,509	9,805
Chi phí DPRR	(932)	(1,178)	(1,237)
LNTT	6,389	7,331	8,569
Chi phí thuế TNDN	(1,252)	(1,466)	(1,714)
LNST	5,137	5,865	6,855
Lợi ích của CDTs	-	-	-
Cổ đông của Công ty mẹ	5,137	5,865	6,855

	2018	2019	2020F
TỔNG TÀI SẢN	329,333	377,358	429,329
Tiền mặt, vàng, đá quý	6,129	7,171	8,175
Tiền gửi tại SBV	10,684	12,102	13,637
Gửi + cho vay TCTD khác	18,770	21,253	29,852
Chứng khoán kinh doanh	1,178	1,178	1,178
Các CCPS và các TSTC khác	-	-	-
Cho vay khách hàng	227,983	266,588	303,804
Chứng khoán đầu tư	53,380	57,261	60,305
Góp vốn, đầu tư dài hạn	156	156	156
Tài sản cố định	3,233	3,236	3,239
Tài sản Có khác	7,573	8,161	8,727
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	329,333	377,358	429,329
Tổng nợ phải trả	308,315	352,653	400,617
Các khoản nợ CP + SBV	3,074	3,074	3,074
Tiền gửi vay TCTD khác	20,718	22,790	25,069
Tiền gửi của khách hàng	269,999	311,737	356,853
Các CCPS + nợ TC khác	38	38	38
Phát hành GTCG	8,291	8,291	8,291
Các khoản nợ khác	6,035	6,562	7,132
Vốn chủ sở hữu	21,018	24,705	28,712
Vốn điều lệ	12,886	16,086	17,695
Thặng dư vốn cổ phần	-	172	172
Cổ phiếu Quý	(666)	-	-
Vốn khác	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	5,105	4,754	7,152

	2018	2019	2020F
1. QUY MÔ			
Số lượng chi nhánh	359	363	367
Số lượng nhân viên	11,008	11,241	11,477
II. CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN			
1. Chỉ số an toàn vốn			
CAR Basel I	12.7%	12.7%	12.9%
VCSH/TTS	6.4%	6.5%	6.7%
Đòn bẩy tài chính	15.7	15.3	15.0
2. Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.2%	0.2%	0.2%
Tỷ lệ nợ xấu	0.7%	0.7%	0.7%
Tỷ lệ nợ xấu (Bao gồm VAMC)	0.7%	0.7%	0.7%
Tỷ lệ nợ vay có vấn đề	-0.2%	-0.3%	-0.3%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	151.9%	160.0%	165.0%
DPRR/Nợ nhóm 2-5	123.6%	130.2%	134.3%
3. Chỉ số thanh khoản			
LDR	78.5%	80.0%	80.0%
Tài sản lỏng/TTS	27.4%	26.2%	26.4%
Tài sản lỏng/Tiền gửi KH	33.4%	31.7%	31.7%
Huy động interbank/Tổng HĐ	5.8%	5.6%	5.5%
III. HIỆU QUẢ SINH LỜI			
% tín dụng	16.0%	17.0%	14.0%
Thu nhập lãi thuần/TOI	73.8%	73.5%	74.7%
Tỷ lệ casa	17.5%	17.5%	17.5%
Lãi suất gộp bình quân	8.2%	8.4%	8.5%
Lãi suất huy động vốn BQ	4.7%	4.9%	5.0%
Lãi suất ròng	3.5%	3.5%	3.5%
NIM	3.6%	3.6%	3.6%
Chi phí DPRR/LN trước DPRR	12.7%	13.8%	12.6%
CIR	47.8%	48.0%	48.0%
ROAA	1.6%	1.6%	1.6%
ROAE	24.4%	23.7%	23.9%
RoRWA	2.7%	2.6%	2.7%
RARORAC	24.9%	24.6%	24.9%
IV. ĐỊNH GIÁ			
EPS (VND/cp)	3,987	3,646	3,874
BVPS (VND/cp)	16,311	15,358	16,226
V. TĂNG TRƯỞNG			
% TTS	15.8%	14.6%	13.8%
% cho vay KH	15.9%	16.9%	14.0%
% tiền gửi KH	11.9%	15.5%	14.5%
% LNNT	140.5%	14.8%	16.9%
% NPATMI	142.5%	14.2%	16.9%

Nguồn: BSC Research

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu MBB với giá mục tiêu 25,000 VND/cp, upside 18% với phương pháp P/B = 1.5x cho 2020. Trong 2019, chúng tôi nhận thấy MBB có xu hướng tăng trưởng nhanh và suy giảm về chất lượng tài sản. Trong đó, M Credit có nợ nhóm 2-5 ở mức cao, NPL của ngân hàng mẹ ở mức trung bình ngành. Chúng tôi nghĩ rằng MBB đang chuyển đổi định hướng về chất lượng tài sản, chuyển sang cho vay rủi ro cao hơn nhằm hỗ trợ tăng trưởng cao. Tuy nhiên, BSC nghĩ rằng chất lượng tài sản vẫn sẽ được giữ ở mức tốt trong 1-2 năm tới và nhà đầu tư cần theo dõi thêm về xu hướng này.

	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần	14,583	18,000	20,903
Lãi thuần từ HĐ dịch vụ	2,564	3,186	3,863
Lãi thuần từ KĐ ngoại hối	445	647	761
Lãi thuần từ CKĐT	300	612	31
Lãi thuần từ HĐ khác	1,517	2,099	2,532
Thu nhập từ góp vốn	130	78	78
Tổng thu nhập hoạt động	19,539	24,650	28,779
Chi phí hoạt động	(8,734)	(9,724)	(11,224)
LN thuần trước DPRR	10,805	14,927	17,555
Chi phí DPRR	(3,038)	(4,891)	(5,042)
LNTT	7,767	10,036	12,513
Chi phí thuế TNDN	(1,577)	(1,968)	(2,541)
LNST	6,190	8,069	9,972
Lợi ích của CDTs	98	(246)	(304)
Cổ đông của Công ty mẹ	6,190	7,823	10,276

	2018	2019	2020F
TỔNG TÀI SẢN	362,361	411,488	461,194
Tiền mặt, vàng, đá quý	1,737	2,344	2,694
Tiền gửi tại SBV	10,548	14,347	13,408
Gửi + cho vay TCTD khác	45,062	39,691	45,609
Chứng khoán kinh doanh	578	1,168	1,168
Các CCPS và các TSTC khác	36	15	15
Cho vay khách hàng	211,475	247,130	284,346
Chứng khoán đầu tư	73,834	85,629	90,477
Góp vốn, đầu tư dài hạn	497	887	887
Tài sản cố định	2,699	2,798	2,656
Tài sản Có khác	15,865	17,447	19,918
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	362,361	411,488	461,194
Tổng nợ phải trả	328,188	371,602	407,748
Các khoản nợ CP + SBV	2,633	17	17
Tiền gửi vay TCTD khác	60,471	50,314	57,705
Tiền gửi của khách hàng	239,964	272,710	313,371
Các CCPS + nợ TC khác	42	-	-
Phát hành GTCG	11,158	26,289	11,158
Các khoản nợ khác	13,601	21,971	25,196
Vốn chủ sở hữu	34,173	39,886	53,446
Vốn điều lệ	21,605	23,727	25,200
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
Cổ phiếu Quý	-	(1,037)	(1,037)
Vốn khác	28	28	28
Lợi nhuận chưa phân phối	7,124	10,342	21,872

	2018	2019	2020F
1. QUY MÔ			
Số lượng chi nhánh	300	315	330
Số lượng nhân viên	15,233	14,510	13,391
II. CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN			
1. Chỉ số an toàn vốn			
CAR Basel I	10.9%	11.6%	12.1%
VCSH/TTS	9.4%	9.7%	11.6%
Đòn bẩy tài chính	10.6	10.3	8.6
2. Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 2	1.6%	1.1%	1.7%
Tỷ lệ nợ xấu	1.3%	1.2%	1.4%
Tỷ lệ nợ xấu (Bao gồm VAMC)	1.3%	1.2%	1.4%
Tỷ lệ nợ vay có vấn đề	1.5%	1.0%	1.6%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	112.3%	110.5%	110.0%
DPRR/Nợ nhóm 2-5	49.3%	55.2%	47.8%
3. Chỉ số thanh khoản			
LDR	77.6%	77.9%	83.0%
Tài sản lỏng/TTS	36.4%	34.8%	33.3%
Tài sản lỏng/Tiền gửi KH	54.9%	52.5%	48.9%
Huy động interbank/Tổng HĐ	13.9%	9.0%	9.1%
III. HIỆU QUẢ SINH LỜI			
% tín dụng	16.9%	15.8%	14.7%
Thu nhập lãi thuần/TOI	74.6%	73.0%	72.6%
Tỷ lệ casa	40.6%	38.4%	30.9%
Lãi suất gộp bình quân	7.7%	8.5%	8.4%
Lãi suất huy động vốn BQ	3.3%	3.8%	3.6%
Lãi suất ròng	4.4%	4.7%	4.8%
NIM	4.5%	4.9%	5.0%
Chi phí DPRR/LN trước DPRR	28.1%	32.8%	28.7%
CIR	44.7%	39.4%	39.0%
ROAA	1.7%	1.9%	2.2%
ROAE	18.1%	19.6%	19.2%
RoRWA	1.8%	2.1%	2.4%
RARORAC	20.2%	22.7%	23.6%
IV. ĐỊNH GIÁ			
EPS (VND/cp)	2,865	3,297	4,078
BVPS (VND/cp)	15,817	16,810	21,209
V. TĂNG TRƯỞNG			
% TTS	15.4%	13.6%	12.1%
% cho vay KH	16.2%	16.9%	15.1%
% tiền gửi KH	9.0%	13.6%	14.9%
% LNTT	68.3%	29.2%	24.7%
% NPATMI	75.9%	26.4%	31.4%

Nguồn: BSC Research

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu STB với giá mục tiêu 12,000 VND/cp, upside 16% với phương pháp P/B = 0.8x cho 2020. Trong 2019, STB đã tích cực xử lý nợ xấu, làm sạch bảng kế toán với tốc độ ấn tượng. Tuy nhiên, với việc chất lượng tài sản vẫn đang ở mức xấu (còn khoảng 30,000 tỷ VAMC chưa trích lập), chúng tôi cho rằng với tốc độ trích lập và mua lại nợ xấu như hiện nay, phải mất khoảng 2-3 năm để STB có thể xử lý xong toàn bộ nợ VAMC cùng việc trích lập các khoản phải thu. Do đó, trong năm 2020 chưa có nhiều catalyst để đánh giá lại về định giá của STB.

	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần	7,634	9,181	11,240
Lãi thuần từ HĐ dịch vụ	2,682	3,323	3,758
Lãi thuần từ KĐ ngoại hối	401	609	670
Lãi thuần từ CKĐT	21	73	89
Lãi thuần từ HĐ khác	932	1,421	1,421
Thu nhập từ góp vốn	3	29	29
Tổng thu nhập hoạt động	11,677	14,635	17,207
Chi phí hoạt động	(7,838)	(9,266)	(10,894)
LN thuần trước DPRR	3,839	5,370	6,313
Chi phí DPRR	(1,592)	(2,153)	(2,482)
LNTT	2,247	3,217	3,831
Chi phí thuế TNDN	(457)	(762)	(766)
LNST	1,790	2,455	3,065
Lợi ích của CDTs	-	-	-
Cổ đông của Công ty mẹ	1,790	2,455	3,065

	2018	2019	2020F
TỔNG TÀI SẢN	406,041	453,581	500,102
Tiền mặt, vàng, đá quý	6,380	8,269	9,107
Tiền gửi tại SBV	9,612	12,110	11,920
Gửi + cho vay TCTD khác	4,822	13,151	13,787
Chứng khoán kinh doanh	-	-	-
Các CCPS và các TSTC khác	21	24	24
Cho vay khách hàng	253,100	292,059	332,740
Chứng khoán đầu tư	75,514	76,497	80,043
Góp vốn, đầu tư dài hạn	143	104	104
Tài sản cố định	8,250	8,290	9,138
Tài sản Có khác	47,654	42,653	43,239
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	406,041	453,581	500,102
Tổng nợ phải trả	381,408	426,839	468,581
Các khoản nợ CP + SBV	5,293	242	254
Tiền gửi vay TCTD khác	7,492	3,526	3,943
Tiền gửi của khách hàng	349,197	400,844	441,437
Các CCPS + nợ TC khác	-	-	-
Phát hành GTCG	8,066	9,490	9,490
Các khoản nợ khác	11,272	12,654	13,374
Vốn chủ sở hữu	24,632	26,742	31,521
Vốn điều lệ	18,852	18,852	18,852
Thặng dư vốn cổ phần	64	64	64
Cổ phiếu Quỹ	(751)	(751)	(751)
Vốn khác	1	1	1
Lợi nhuận chưa phân phối	3,521	5,412	9,833

	2018	2019	2020F
1. QUY MÔ			
Số lượng chi nhánh	553	555	555
Số lượng nhân viên	18,818	19,237	19,621
II. CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN			
1. Chỉ số an toàn vốn			
CAR Basel I	13.9%	14.2%	13.8%
VCSH/TTS	6.1%	5.9%	6.3%
Đòn bẩy tài chính	16.5	17.0	15.9
2. Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.4%	0.4%	0.4%
Tỷ lệ nợ xấu	2.1%	1.9%	2.1%
Tỷ lệ nợ xấu (Bao gồm VAMC)	14.6%	10.8%	8.1%
Tỷ lệ nợ vay có vấn đề	1.2%	0.9%	1.1%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	64.5%	69.3%	70.0%
DPRR/Nợ nhóm 2-5	53.3%	60.5%	57.9%
3. Chỉ số thanh khoản			
LDR	71.7%	72.2%	75.0%
Tài sản lỏng/TTS	23.7%	24.3%	23.0%
Tài sản lỏng/Tiền gửi KH	27.6%	27.4%	26.0%
Huy động interbank/Tổng HĐ	0.4%	0.1%	0.1%
III. HIỆU QUẢ SINH LỜI			
% tín dụng	15.0%	15.2%	14.0%
Thu nhập lãi thuần/TOI	65.4%	62.7%	65.3%
Tỷ lệ casa	15.1%	17.0%	17.2%
Lãi suất gộp bình quân	8.0%	8.1%	8.1%
Lãi suất huy động vốn BQ	5.1%	5.3%	5.2%
Lãi suất ròng	2.9%	2.9%	2.9%
NIM	2.3%	2.4%	2.6%
Chi phí DPRR/LN trước DPRR	41.5%	40.1%	39.3%
CIR	67.1%	63.3%	63.3%
ROAA	0.4%	0.5%	0.6%
ROAE	7.3%	9.2%	9.7%
RoRWA	0.7%	0.9%	1.0%
RARORAC	9.1%	10.5%	11.1%
IV. ĐỊNH GIÁ			
EPS (VND/cp)	950	1,302	1,626
BVPS (VND/cp)	13,066	14,185	16,720
V. TĂNG TRƯỞNG			
% TTS	10.2%	11.7%	10.3%
% cho vay KH	14.9%	15.4%	13.9%
% tiền gửi KH	9.2%	14.8%	10.1%
% LNTT	50.6%	43.2%	19.1%
% NPATMI	51.5%	37.1%	24.9%

Nguồn: BSC Research

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu HDB với giá mục tiêu 30,000 VND/cp, upside 11% với phương pháp P/B = 1.2x cho 2020. Trong năm 2020, HDB có thể có một vài catalyst chủ yếu như (1) sáp nhập với PG Bank, (2) ký độc quyền bancassurance. Tuy nhiên, BSC chưa thấy có nhiều khả năng 2 việc này sẽ xảy ra trong 2020 giúp đánh giá lại về mặt định giá.

	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần	7,646	9,747	11,419
Lãi thuần từ HĐ dịch vụ	438	596	737
Lãi thuần từ KD ngoại hối	298	230	230
Lãi thuần từ CKĐT	342	240	183
Lãi thuần từ HĐ khác	490	468	512
Thu nhập từ góp vốn	102	27	175
Tổng thu nhập hoạt động	9,440	11,388	13,336
Chi phí hoạt động	(4,441)	(5,080)	(6,033)
LN thuần trước DPRR	4,999	6,307	7,303
Chi phí DPRR	(994)	(1,289)	(1,296)
LNTT	4,005	5,018	6,007
Chi phí thuế TNDN	(803)	(998)	(1,294)
LNST	3,202	4,020	4,714
Lợi ích của CDTs	(359)	(416)	(632)
Cổ đông của Công ty mẹ	2,842	3,605	4,081

	2018	2019	2020F
TỔNG TÀI SẢN	216,107	229,477	250,395
Tiền mặt, vàng, đá quý	2,096	2,005	2,299
Tiền gửi tại SBV	5,386	4,504	5,080
Gửi + cho vay TCTD khác	32,426	24,665	29,666
Chứng khoán kinh doanh	2,597	4,643	4,643
Các CCPS và các TSTC khác	208	-	-
Cho vay khách hàng	121,792	144,700	165,994
Chứng khoán đầu tư	42,695	36,042	27,067
Góp vốn, đầu tư dài hạn	165	167	1,464
Tài sản cố định	1,615	904	875
Tài sản Có khác	7,076	11,805	13,263
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	216,107	229,477	250,395
Tổng nợ phải trả	199,279	209,096	227,851
Các khoản nợ CP + SBV	7,912	209	209
Tiền gửi vay TCTD khác	40,689	45,978	50,971
Tiền gửi của khách hàng	128,060	126,019	137,624
Các CCPS + nợ TC khác	-	14	14
Phát hành GTCG	14,927	25,013	26,765
Các khoản nợ khác	4,645	8,820	9,146
Vốn chủ sở hữu	16,828	20,381	22,544
Vốn điều lệ	9,810	9,810	9,810
Thặng dư vốn cổ phần	2,042	2,042	2,042
Cổ phiếu Quý	(0)	(159)	(159)
Vốn khác	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	3,007	6,131	7,207

	2018	2019	2020F
1. QUY MÔ			
Số lượng chi nhánh	285	286	287
Số lượng nhân viên	13,992	14,528	14,579
II. CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN			
1. Chỉ số an toàn vốn			
CAR Basel I	12.0%	12.0%	12.0%
VCSH/TTS	7.8%	7.8%	8.5%
Đòn bẩy tài chính	12.8	12.8	11.7
2. Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 2	1.2%	1.2%	1.2%
Tỷ lệ nợ xấu	1.6%	1.6%	1.6%
Tỷ lệ nợ xấu (Bao gồm VAMC)	2.9%	2.9%	2.8%
Tỷ lệ nợ vay có vấn đề	1.7%	1.7%	1.7%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	71.2%	71.2%	71.2%
DPRR/Nợ nhóm 2-5	39.7%	39.7%	39.7%
3. Chỉ số thanh khoản			
LDR	73.1%	73.1%	78.1%
Tài sản lỏng/TTS	37.2%	37.2%	33.0%
Tài sản lỏng/Tiền gửi KH	62.2%	62.2%	56.1%
Huy động interbank/Tổng HĐ	13.8%	15.6%	16.7%
III. HIỆU QUẢ SINH LỜI			
% tín dụng	19.6%	19.6%	14.1%
Thu nhập lãi thuần/TOI	81.0%	83.1%	84.1%
Tỷ lệ casa	8.5%	8.5%	8.5%
Lãi suất gộp bình quân	9.2%	9.2%	9.4%
Lãi suất huy động vốn BQ	4.3%	4.3%	4.5%
Lãi suất ròng	4.9%	4.9%	4.8%
NIM	4.3%	4.3%	4.4%
Chi phí DPRR/LN trước DPRR	19.9%	21.8%	20.3%
CIR	47.0%	44.6%	44.7%
ROAA	1.3%	1.4%	1.5%
ROAE	16.9%	17.7%	17.4%
RoRWA	1.5%	1.8%	1.8%
RARORAC	17.9%	21.3%	21.5%
IV. ĐỊNH GIÁ			
EPS (VND/cp)	2,897	3,554	4,090
BVPS (VND/cp)	17,154	20,036	23,533
V. TĂNG TRƯỞNG			
% TTS	14.1%	16.4%	7.5%
% cho vay KH	17.9%	20.6%	14.7%
% tiền gửi KH	6.2%	17.4%	6.1%
% LNNT	65.7%	24.8%	14.8%
% NPATMI	62.7%	22.7%	15.1%

Nguồn: BSC Research

Trong năm 2019, LN của MSB không đạt kế hoạch do việc chưa ghi nhận khoản 600 tỷ VND từ việc bán 50% FCCom cho Hyundai card của Hàn Quốc. Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng việc ghi nhận số tiền này giúp MSB có thể write off toàn bộ VAMC trong quý 2/2020, sẵn sàng cho việc lên sàn (kỳ vọng trong quý 2/2019). Hiện nay, định giá của MSB (tính theo giá OTC) đang ở mức P/B F 2020 = 0.8x, so với mức P/B hiện tại của toàn ngành là 1.3x. Theo chúng tôi đánh giá, việc định giá này là do (1) cơ cấu cho vay BDS vẫn ở mức cao (khoảng gần 30% dư nợ cho vay), (2) chưa có nhiều catalyst để đánh giá lại giá trị cổ phiếu, (3) quy mô nhỏ.

	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần	2,902	3,062	3,820
Lãi thuần từ HĐ dịch vụ	272	522	609
Lãi thuần từ KĐ ngoại hối	209	155	155
Lãi thuần từ CKĐT	721	150	145
Lãi thuần từ HĐ khác	590	779	1,258
Thu nhập từ góp vốn	36	43	43
Tổng thu nhập hoạt động	4,716	4,715	6,033
Chi phí hoạt động	(2,924)	(2,502)	(3,016)
LN thuần trước DPRR	1,792	2,213	3,016
Chi phí DPRR	(740)	(925)	(1,614)
LNNT	1,053	1,288	1,402
Chi phí thuế TNDN	(184)	(244)	(246)
LNST	868	1,044	1,156
Lợi ích của CDTs	-	-	-
Cổ đông của Công ty mẹ	868	1,044	1,156

	2018	2019	2020F
TỔNG TÀI SẢN	137,769	156,978	164,645
Tiền mặt, vàng, đá quý	2,338	2,495	2,868
Tiền gửi tại SBV	2,406	4,071	4,422
Gửi + cho vay TCTD khác	22,689	20,579	21,526
Chứng khoán kinh doanh	52	56	56
Các CCPS và các TSTC khác	-	-	-
Cho vay khách hàng	47,768	62,708	72,066
Chứng khoán đầu tư	40,696	45,636	39,950
Góp vốn, đầu tư dài hạn	10	10	10
Tài sản cố định	331	331	280
Tài sản Có khác	20,365	20,024	22,365
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	137,769	156,978	164,645
Tổng nợ phải trả	123,949	142,114	148,683
Các khoản nợ CP + SBV	9,708	24	26
Tiền gửi vay TCTD khác	37,671	47,018	49,472
Tiền gửi của khách hàng	63,529	80,873	84,432
Các CCPS + nợ TC khác	162	7	7
Phát hành GTCG	8,415	8,973	9,432
Các khoản nợ khác	4,463	5,220	5,313
Vốn chủ sở hữu	13,820	14,864	15,962
Vốn điều lệ	11,750	11,750	11,750
Thặng dư vốn cổ phần	400	400	400
Cổ phiếu Quỹ	(1,041)	(1,041)	(1,041)
Vốn khác	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	2,007	2,919	3,928

	2018	2019	2020F
1. QUY MÔ			
Số lượng chi nhánh	273	279	282
Số lượng nhân viên	4,524	4,953	5,056
II. CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN			
1. Chỉ số an toàn vốn			
CAR Basel I	10.3%	11.1%	11.7%
VCSH/TTS	10.0%	9.5%	9.7%
Đòn bẩy tài chính	10.0	10.6	10.3
2. Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 2	1.7%	1.6%	1.6%
Tỷ lệ nợ xấu	2.7%	1.9%	1.9%
Tỷ lệ nợ xấu (Bao gồm VAMC)	6.8%	3.6%	1.9%
Tỷ lệ nợ vay có vấn đề	2.9%	2.3%	2.3%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	67.8%	68.1%	70.2%
DPRR/Nợ nhóm 2-5	41.5%	37.3%	38.5%
3. Chỉ số thanh khoản			
LDR	52.3%	58.8%	63.8%
Tài sản lỏng/TTS	49.5%	46.4%	41.8%
Tài sản lỏng/Tiền gửi KH	107.3%	90.1%	81.5%
Huy động interbank/Tổng HĐ	23.3%	17.6%	18.8%
III. HIỆU QUẢ SINH LỜI			
% tín dụng	30.3%	23.2%	14.0%
Thu nhập lãi thuần/TOI	61.5%	64.9%	63.3%
Tỷ lệ casa	21.7%	20.3%	20.3%
Lãi suất gộp bình quân	7.1%	6.9%	7.2%
Lãi suất huy động vốn BQ	4.1%	4.2%	4.2%
Lãi suất ròng	3.0%	2.7%	3.0%
NIM	2.8%	2.4%	2.8%
Chi phí DPRR/LN trước DPRR	41.3%	41.8%	53.5%
CIR	62.0%	53.1%	50.0%
ROAA	0.6%	0.7%	0.7%
ROAE	6.3%	7.0%	7.2%
RoRWA	1.0%	1.1%	1.0%
RARORAC	9.3%	10.0%	10.1%
IV. ĐỊNH GIÁ			
EPS (VND/cp)	739	888	984
BVPS (VND/cp)	11,762	12,650	13,585
V. TĂNG TRƯỞNG			
% TTS	22.7%	13.9%	4.9%
% cho vay KH	33.5%	31.3%	14.9%
% tiền gửi KH	11.8%	27.3%	4.4%
% LNNT	540.3%	22.3%	8.9%
% NPATMI	611.5%	20.2%	10.8%

Nguồn: BSC Research

VPB là cổ phiếu mà chúng tôi yêu thích trong năm 2020. Chất lượng tài sản của VPB trong năm 2019 đã được cải thiện liên tục: đã xóa hết nợ VAMC, NPL và LLCR được cải thiện. Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng VPB với các catalyst (1) IPO FE Credit trong năm 2020, (2) định giá rẻ khi thị trường phản ứng mạnh với chất lượng tài sản của VPB trong cuối năm 2018 sẽ được nhà đầu tư đánh giá lại về triển vọng trung và dài hạn.

	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần	24,702	30,492	34,450
Lãi thuần từ HĐ dịch vụ	1,612	2,970	2,818
Lãi thuần từ KD ngoại hối	(104)	(217)	(177)
Lãi thuần từ CKĐT	250	803	324
Lãi thuần từ HĐ khác	4,681	2,020	3,420
Thu nhập từ góp vốn	1	3	3
Tổng thu nhập hoạt động	31,086	36,356	40,899
Chi phí hoạt động	(10,634)	(12,334)	(12,856)
LN thuần trước DPRR	20,452	24,021	28,043
Chi phí DPRR	(11,253)	(13,688)	(14,779)
LN TT	9,199	10,334	13,264
Chi phí thuế TNDN	(1,843)	(2,066)	(2,652)
LN ST	7,356	8,268	10,612
Lợi ích của CDTs	-	-	-
Cổ đông của Công ty mẹ	7,356	8,268	10,612

	2018	2019	2020F
TỔNG TÀI SẢN	323,308	377,214	413,260
Tiền mặt, vàng, đá quý	1,855	2,459	2,827
Tiền gửi tại SBV	10,829	3,454	3,849
Gửi + cho vay TCTD khác	16,571	20,098	20,958
Chứng khoán kinh doanh	4,202	1,567	1,567
Các CCPS và các TSTC khác	-	-	-
Cho vay khách hàng	217,893	253,100	286,891
Chứng khoán đầu tư	51,926	68,729	66,216
Góp vốn, đầu tư dài hạn	191	174	174
Tài sản cố định	1,963	1,923	1,818
Tài sản Có khác	17,375	25,710	28,960
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	323,308	377,214	413,260
Tổng nợ phải trả	288,558	334,996	359,631
Các khoản nợ CP + SBV	3,781	19	19
Tiền gửi vay TCTD khác	54,231	50,868	56,387
Tiền gửi của khách hàng	170,851	213,950	231,865
Các CCPS + nợ TC khác	19	46	46
Phát hành GTCG	48,658	57,600	58,150
Các khoản nợ khác	10,688	12,222	12,872
Vốn chủ sở hữu	34,750	42,218	53,629
Vốn điều lệ	25,300	25,300	25,300
Thặng dư vốn cổ phần	1,289	693	1,289
Cổ phiếu Quỹ	(2,492)	(2,696)	(2,492)
Vốn khác	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	6,102	11,813	18,558

	2018	2019	2020F
I. QUY MÔ			
Số lượng chi nhánh	220	230	234
Số lượng nhân viên	27,429	26,880	27,347
II. CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN			
1. Chỉ số an toàn vốn			
CAR Basel I	12.3%	12.3%	13.2%
VCSH/TTS	10.7%	11.2%	13.0%
Đòn bẩy tài chính	9.3	8.9	7.7
2. Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 2	5.3%	4.8%	5.4%
Tỷ lệ nợ xấu	3.4%	3.2%	3.8%
Tỷ lệ nợ xấu (Bao gồm VAMC)	4.4%	3.2%	3.8%
Tỷ lệ nợ vay có vấn đề	7.2%	6.6%	7.4%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	45.9%	46.4%	46.5%
DPRR/Nợ nhóm 2-5	18.4%	19.4%	19.2%
3. Chỉ số thanh khoản			
LDR	92.2%	90.8%	95.7%
Tài sản lỏng/TTS	26.4%	25.5%	23.1%
Tài sản lỏng/Tiền gửi KH	50.0%	45.0%	41.2%
Huy động interbank/Tổng HĐ	8.8%	4.3%	5.1%
III. HIỆU QUẢ SINH LỜI			
% tín dụng	17.1%	17.9%	7.1%
Thu nhập lãi thuần/TOI	79.5%	83.9%	84.2%
Tỷ lệ casa	13.7%	13.3%	13.3%
Lãi suất gộp bình quân	14.3%	15.1%	15.5%
Lãi suất huy động vốn BQ	5.8%	5.8%	5.7%
Lãi suất ròng	8.5%	9.4%	9.8%
NIM	8.8%	9.5%	9.8%
Chi phí DPRR/LN trước DPRR	55.0%	57.0%	52.7%
CIR	34.2%	33.9%	31.4%
ROAA	2.3%	2.2%	2.6%
ROAE	21.2%	19.6%	19.8%
RoRWA	2.3%	2.1%	2.5%
RARORAC	24.3%	22.7%	23.0%
IV. ĐỊNH GIÁ			
EPS (VND/cp)	2,907	3,268	4,194
BVPS (VND/cp)	13,735	16,687	21,197
V. TĂNG TRƯỞNG			
% TTS	16.4%	16.7%	9.6%
% cho vay KH	21.4%	16.2%	13.4%
% tiền gửi KH	27.9%	25.2%	8.4%
% LN TT	13.1%	12.3%	28.4%
% NPATMI	14.2%	12.4%	28.3%

Nguồn: BSC Research

Trong năm 2019, TPB đã ký được deal độc quyền phân phối bảo hiểm với Sunlife và sẽ nhận được 40 triệu USD tiền upfront fee trong thời gian tới.

	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần	4,378	5,031	5,476
Lãi thuần từ HĐ dịch vụ	676	1,328	1,483
Lãi thuần từ KD ngoại hối	81	98	117
Lãi thuần từ CKĐT	352	838	832
Lãi thuần từ HĐ khác	140	162	181
Thu nhập từ góp vốn	-	-	-
Tổng thu nhập hoạt động	5,627	7,456	8,088
Chi phí hoạt động	(2,847)	(3,355)	(3,640)
LN thuần trước DPRR	2,780	4,101	4,449
Chi phí DPRR	(522)	(894)	(328)
LNNT	2,258	3,207	4,120
Chi phí thuế TNDN	(453)	(643)	(827)
LNST	1,805	2,563	3,294
Lợi ích của CDTs	-	-	-
Cổ đông của Công ty mẹ	1,805	2,563	3,294

	2018	2019	2020F
TỔNG TÀI SẢN	136,179	153,215	167,948
Tiền mặt, vàng, đá quý	1,332	1,575	1,813
Tiền gửi tại SBV	4,693	2,993	3,226
Gửi + cho vay TCTD khác	16,341	17,158	18,016
Chứng khoán kinh doanh	-	-	-
Các CCPS và các TSTC khác	-	-	-
Cho vay khách hàng	76,295	90,223	103,856
Chứng khoán đầu tư	24,900	29,912	29,684
Góp vốn, đầu tư dài hạn	-	-	-
Tài sản cố định	300	300	300
Tài sản Có khác	11,054	11,054	11,054
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	136,179	153,215	167,948
Tổng nợ phải trả	125,537	140,824	153,077
Các khoản nợ CP + SBV	4,752	5,465	6,012
Tiền gửi vay TCTD khác	33,491	38,515	42,367
Tiền gửi của khách hàng	76,138	85,376	92,991
Các CCPS + nợ TC khác	109	109	109
Phát hành GTCG	8,715	8,715	8,715
Các khoản nợ khác	2,085	2,397	2,637
Vốn chủ sở hữu	10,642	12,391	14,871
Vốn điều lệ	8,566	8,566	8,566
Thặng dư vốn cổ phần	0	333	761
Cổ phiếu Quỹ	(55)	(55)	(55)
Vốn khác	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	1,826	3,037	4,825

	2018	2019	2020F
1. QUY MÔ			
Số lượng chi nhánh	77	80	85
Số lượng nhân viên	4,985	5,700	6,000
II. CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN			
1. Chỉ số an toàn vốn			
CAR Basel I	10.6%	11.4%	12.2%
VCSH/TTS	7.8%	8.1%	8.9%
Đòn bẩy tài chính	12.8	12.4	11.3
2. Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 2	2.1%	2.1%	2.1%
Tỷ lệ nợ xấu	1.1%	1.3%	1.1%
Tỷ lệ nợ xấu (Bao gồm VAMC)	1.6%	1.3%	1.1%
Tỷ lệ nợ vay có vấn đề	2.0%	2.2%	2.2%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	103.3%	90.0%	90.0%
DPRR/Nợ nhóm 2-5	36.3%	35.1%	31.6%
3. Chỉ số thanh khoản			
LDR	54.5%	60.0%	70.0%
Tài sản lỏng/TTS	34.7%	33.7%	31.4%
Tài sản lỏng/Tiền gửi KH	62.1%	60.5%	56.7%
Huy động interbank/Tổng HĐ	18.0%	0.0%	0.0%
III. HIỆU QUẢ SINH LỜI			
% tín dụng	19.1%	17.0%	14.0%
Thu nhập lãi thuần/TOI	77.8%	67.5%	67.7%
Tỷ lệ casa	19.1%	19.1%	19.1%
Lãi suất gộp bình quân	8.5%	8.9%	8.9%
Lãi suất huy động vốn BQ	4.1%	4.4%	4.5%
Lãi suất ròng	4.4%	4.5%	4.4%
NIM	4.0%	4.1%	4.0%
Chi phí DPRR/LN trước DPRR	18.8%	21.8%	7.4%
CIR	50.6%	45.0%	45.0%
ROAA	1.3%	1.7%	2.0%
ROAE	17.0%	20.7%	22.1%
RoRWA	1.7%	2.2%	2.5%
RARORAC	20.2%	23.2%	24.1%
IV. ĐỊNH GIÁ			
EPS (VND/cp)	2,107	2,992	3,845
BVPS (VND/cp)	12,424	14,465	17,361
V. TĂNG TRƯỞNG			
% TTS	9.7%	12.5%	9.6%
% cho vay KH	21.6%	18.3%	15.1%
% tiền gửi KH	8.3%	12.1%	8.9%
% LNNT	87.3%	42.0%	28.5%
% NPATMI	87.3%	42.0%	28.5%

Nguồn: BSC Research

Chúng tôi cho rằng chưa có nhiều catalyst để nhà đầu tư đánh giá lại giá trị cổ phiếu TCB trong năm 2020.

	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần	11,127	14,258	17,452
Lãi thuần từ HĐ dịch vụ	3,536	3,253	3,781
Lãi thuần từ KD ngoại hối	234	105	125
Lãi thuần từ CKĐT	757	1,244	2,593
Lãi thuần từ HĐ khác	1,634	1,807	1,505
Thu nhập từ góp vốn	895	4	4
Tổng thu nhập hoạt động	18,350	21,068	25,938
Chi phí hoạt động	(5,843)	(7,313)	(9,078)
LN thuần trước DPRR	12,507	13,756	16,860
Chi phí DPRR	(1,846)	(917)	(1,683)
LNNT	10,661	12,838	15,177
Chi phí thuế TNDN	(2,187)	(2,612)	(3,113)
LNST	8,474	10,226	12,064
Lợi ích của CDTs	(11)	(151)	(178)
Cổ đông của Công ty mẹ	8,463	10,075	11,885

	2018	2019	2020F
TỔNG TÀI SẢN	321,049	383,699	515,067
Tiền mặt, vàng, đá quý	2,606	4,821	5,896
Tiền gửi tại SBV	10,555	3,192	7,996
Gửi + cho vay TCTD khác	35,616	47,990	73,216
Chứng khoán kinh doanh	7,572	10,042	10,042
Các CCPS và các TSTC khác	-	-	-
Cho vay khách hàng	157,557	227,885	278,735
Chứng khoán đầu tư	86,512	66,055	114,907
Góp vốn, đầu tư dài hạn	12	12	12
Tài sản cố định	1,719	3,208	3,131
Tài sản Có khác	17,703	19,334	19,979
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	321,049	383,699	515,067
Tổng nợ phải trả	269,267	321,627	441,143
Các khoản nợ CP + SBV	6,025	-	-
Tiền gửi vay TCTD khác	36,426	61,267	62,743
Tiền gửi của khách hàng	201,471	231,297	352,878
Các CCPS + nợ TC khác	310	434	434
Phát hành GTCG	13,178	17,461	11,322
Các khoản nợ khác	11,857	11,169	13,766
Vốn chủ sở hữu	51,783	62,073	73,924
Vốn điều lệ	34,966	35,001	35,001
Thặng dư vốn cổ phần	477	477	477
Cổ phiếu Quý	-	-	-
Vốn khác	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	12,403	21,130	31,227

	2018	2019	2020F
1. QUY MÔ			
Số lượng chi nhánh	320	322	324
Số lượng nhân viên	9,757	9,817	9,877
II. CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN			
1. Chỉ số an toàn vốn			
CAR Basel I	14.2%	14.0%	14.2%
VCSH/TTS	16.1%	16.2%	14.4%
Đòn bẩy tài chính	6.2	6.2	7.0
2. Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 2	1.6%	0.9%	0.9%
Tỷ lệ nợ xấu	1.3%	1.2%	1.3%
Tỷ lệ nợ xấu (Bao gồm VAMC)	1.3%	1.2%	1.3%
Tỷ lệ nợ vay có vấn đề	1.9%	1.0%	1.0%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	85.1%	94.8%	94.8%
DPRR/Nợ nhóm 2-5	44.2%	55.8%	55.8%
3. Chỉ số thanh khoản			
LDR	66.5%	69.9%	71.4%
Tài sản lỏng/TTS	44.5%	34.4%	41.2%
Tài sản lỏng/Tiền gửi KH	90.7%	58.0%	76.1%
Huy động interbank/Tổng HĐ	11.9%	13.4%	8.8%
III. HIỆU QUẢ SINH LỜI			
% tín dụng	20.3%	19.0%	14.0%
Thu nhập lãi thuần/TOI	60.6%	67.7%	67.3%
Tỷ lệ casa	28.7%	32.9%	50.2%
Lãi suất gộp bình quân	7.6%	7.6%	7.4%
Lãi suất huy động vốn BQ	3.9%	3.6%	3.6%
Lãi suất ròng	3.7%	4.0%	3.8%
NIM	4.0%	4.3%	4.1%
Chi phí DPRR/LN trước DPRR	14.8%	6.7%	10.0%
CIR	31.8%	34.7%	35.0%
ROAA	2.6%	2.6%	2.3%
ROAE	16.3%	16.2%	16.1%
RoRWA	2.2%	2.2%	2.2%
RARORAC	19.4%	19.8%	19.8%
IV. ĐỊNH GIÁ			
EPS (VND/cp)	2,420	2,878	3,396
BVPS (VND/cp)	14,809	17,734	21,120
V. TĂNG TRƯỞNG			
% TTS	19.2%	19.5%	34.2%
% cho vay KH	-0.9%	44.6%	22.3%
% tiền gửi KH	17.8%	14.8%	52.6%
% LNNT	32.7%	20.4%	18.2%
% NPATMI	31.3%	19.1%	18.0%

Nguồn: BSC Research

	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần	4,825	6,210	6,919
Lãi thuần từ HĐ dịch vụ	735	1,798	2,493
Lãi thuần từ KD ngoại hối	(26)	(122)	(122)
Lãi thuần từ CKĐT	36	2	2
Lãi thuần từ HĐ khác	515	224	230
Thu nhập từ góp vốn	1	2	2
Tổng thu nhập hoạt động	6,086	8,114	9,524
Chi phí hoạt động	(2,690)	(3,428)	(4,095)
LN thuần trước DPRR	3,396	4,686	5,429
Chi phí DPRR	(653)	(605)	(631)
LNNT	2,743	4,082	4,797
Chi phí thuế TNDN	(549)	(816)	(960)
LNST	2,194	3,266	3,838
Lợi ích của CDTs	-	-	-
Cổ đông của Công ty mẹ	2,194	3,266	3,838

	2018	2019	2020F
TỔNG TÀI SẢN	139,166	184,570	208,491
Tiền mặt, vàng, đá quý	1,098	1,160	1,322
Tiền gửi tại SBV	2,474	19,040	21,839
Gửi + cho vay TCTD khác	8,416	4,012	4,220
Chứng khoán kinh doanh	-	-	-
Các CCPs và các TSTC khác	-	-	-
Cho vay khách hàng	95,261	127,942	145,793
Chứng khoán đầu tư	28,578	27,842	30,794
Góp vốn, đầu tư dài hạn	115	110	110
Tài sản cố định	351	365	348
Tài sản Có khác	2,456	3,773	4,065
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	139,166	184,570	208,491
Tổng nợ phải trả	128,499	171,139	191,490
Các khoản nợ CP + SBV	833	-	-
Tiền gửi vay TCTD khác	29,400	27,225	28,647
Tiền gửi của khách hàng	84,863	122,357	140,904
Các CCPs + nợ TC khác	20	2	2
Phát hành GTCG	10,152	17,155	17,155
Các khoản nợ khác	3,211	4,389	4,770
Vốn chủ sở hữu	10,668	13,431	17,001
Vốn điều lệ	7,835	9,245	9,245
Thặng dư vốn cổ phần	721	1	1
Cổ phiếu Quý	(719)	-	-
Vốn khác	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	1,123	1,592	2,466

	2018	2019	2020F
I. QUY MÔ			
Số lượng chi nhánh	-	-	-
Số lượng nhân viên	-	-	-
II. CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN			
1. Chỉ số an toàn vốn			
CAR Basel I	12.9%	13.3%	14.5%
VCSH/TTS	7.7%	7.3%	8.2%
Đòn bẩy tài chính	13.0	13.7	12.3
2. Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 2	1.2%	1.1%	1.1%
Tỷ lệ nợ xấu	2.4%	1.9%	1.9%
Tỷ lệ nợ xấu (Bao gồm VAMC)	2.4%	1.9%	1.9%
Tỷ lệ nợ vay có vấn đề	2.7%	2.3%	2.4%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	41.9%	37.2%	30.8%
DPRR/Nợ nhóm 2-5	28.2%	23.8%	19.8%
3. Chỉ số thanh khoản			
LDR	85.8%	85.0%	85.0%
Tài sản lỏng/TTS	40.9%	32.9%	29.1%
Tài sản lỏng/Tiền gửi KH	72.1%	59.2%	47.8%
Huy động interbank/Tổng HĐ	15.3%	9.2%	9.0%
III. HIỆU QUẢ SINH LỜI			
% tín dụng	16.8%	31.1%	14.0%
Thu nhập lãi thuần/TOI	79.3%	76.5%	72.6%
Tỷ lệ casa	18.9%	16.6%	14.6%
Lãi suất gộp bình quân	8.0%	8.1%	7.8%
Lãi suất huy động vốn BQ	4.3%	4.4%	4.4%
Lãi suất ròng	3.7%	3.7%	3.4%
NIM	3.8%	3.9%	3.6%
Chi phí DPRR/LN trước DPRR	19.2%	12.9%	11.6%
CIR	44.2%	42.2%	43.0%
ROAA	1.6%	1.8%	1.8%
ROAE	20.6%	24.3%	22.6%
RoRWA	2.9%	3.4%	3.5%
RARORAC	15.2%	17.2%	16.9%
IV. ĐỊNH GIÁ			
EPS (VND/cp)	2,800	3,532	4,151
BVPS (VND/cp)	13,616	14,528	18,390
V. TĂNG TRƯỞNG			
% TTS	13.0%	32.6%	13.0%
% cho vay KH	20.7%	34.3%	14.0%
% tiền gửi KH	24.1%	44.2%	15.2%
% LNNT	95.2%	48.8%	17.5%
% NPATMI	95.1%	48.8%	17.5%

Nguồn: BSC Research

	2018	2019F	2020F
Thu nhập lãi thuần	40,877	44,830	49,303
Lãi thuần từ HĐ dịch vụ	3,763	4,617	5,659
Lãi thuần từ KD ngoại hối	705	823	962
Lãi thuần từ CKĐT	53	73	77
Lãi thuần từ HĐ khác	8,024	8,151	8,046
Thu nhập từ góp vốn (286)	-	-	-
Tổng thu nhập hoạt động	53,142	58,494	64,047
Chi phí hoạt động (24,078)	(24,078)	(26,322)	(28,821)
LN thuần trước DPRR	29,064	32,172	35,226
Chi phí DPRR (21,718)	(21,718)	(18,493)	(17,082)
LNNT	7,345	13,678	18,144
Chi phí thuế TNDN (1,576)	(1,576)	(2,935)	(3,893)
LNST	5,770	10,744	14,251
Lợi ích của CDTs (94)	(94)	(174)	(231)
Cổ đông của Công ty mẹ	5,676	10,569	14,020

	2018	2019F	2020F
TỔNG TÀI SẢN	1,282,449	1,417,641	1,519,423
Tiền mặt, vàng, đá quý	14,300	15,633	16,733
Tiền gửi tại SBV	31,407	32,349	33,319
Gửi + cho vay TCTD khác	74,165	85,178	97,826
Chứng khoán kinh doanh	5	-	-
Các CCPS và các TSTC khác	67	67	67
Cho vay khách hàng	992,787	1,061,154	1,135,399
Chứng khoán đầu tư	139,668	192,302	204,089
Góp vốn, đầu tư dài hạn	80	80	80
Tài sản cố định	9,234	8,841	8,440
Tài sản Có khác	20,730	22,032	23,465
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	1,282,449	1,417,641	1,519,424
Tổng nợ phải trả	1,224,268	1,351,850	1,443,613
Các khoản nợ CP + SBV	50,521	51,207	51,903
Tiền gửi vay TCTD khác	7,093	7,509	7,951
Tiền gửi của khách hàng	1,103,607	1,225,064	1,311,507
Các CCPS + nợ TC khác	-	-	-
Phát hành GTCG	24,757	26,445	28,248
Các khoản nợ khác	31,118	34,453	36,833
Vốn chủ sở hữu	58,181	65,791	75,811
Vốn điều lệ	30,473	30,473	30,473
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
Cổ phiếu Quý	-	-	-
Vốn khác	442	390	390
Lợi nhuận chưa phân phối	6,130	10,338	15,921

	2018	2019F	2020F
I. QUY MÔ			
Số lượng chi nhánh	-	-	-
Số lượng nhân viên	-	-	-
II. CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN			
1. Chỉ số an toàn vốn			
CAR Basel I	9.3%	9.2%	9.4%
VCSH/TTS	4.5%	4.6%	5.0%
Đòn bẩy tài chính	22.0	21.5	20.0
2. Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 2	3.3%	3.4%	3.5%
Tỷ lệ nợ xấu	1.6%	1.5%	1.5%
Tỷ lệ nợ xấu (Bao gồm VAMC)	1.8%	1.5%	1.5%
Tỷ lệ nợ vay có vấn đề	3.6%	3.7%	3.8%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	84.9%	85.0%	85.0%
DPRR/Nợ nhóm 2-5	27.5%	25.8%	25.3%
3. Chỉ số thanh khoản			
LDR	88.2%	85.0%	85.0%
Tài sản lỏng/TTS	20.2%	23.0%	23.2%
Tài sản lỏng/Tiền gửi KH	23.5%	26.6%	26.8%
Huy động interbank/Tổng HĐ	0.5%	0.5%	0.5%
III. HIỆU QUẢ SINH LỜI			
% tín dụng	14.6%	7.0%	7.0%
Thu nhập lãi thuần/TOI	76.9%	76.6%	77.0%
Tỷ lệ casa	12.3%	12.3%	12.3%
Lãi suất gộp bình quân	8.0%	7.9%	7.6%
Lãi suất huy động vốn BQ	4.6%	4.6%	4.3%
Lãi suất ròng	3.4%	3.3%	3.3%
NIM	3.5%	3.4%	3.4%
Chi phí DPRR/LN trước DPRR	74.7%	57.5%	48.5%
CIR	45.3%	45.0%	45.0%
ROAA	0.4%	0.7%	0.9%
ROAE	9.8%	16.1%	18.5%
RoRWA	0.7%	1.3%	1.6%
RARORAC	12.1%	18.2%	21.2%
IV. ĐỊNH GIÁ			
EPS (VND/cp)	1,863	3,468	4,601
BVPS (VND/cp)	19,093	21,590	24,878
V. TĂNG TRƯỞNG			
% TTS	11.3%	10.5%	7.2%
% cho vay KH	14.9%	6.9%	7.0%
% tiền gửi KH	9.5%	11.0%	7.1%
% LNNT	63.0%	86.2%	32.6%
% NPATMI	64.6%	86.2%	32.6%

Nguồn: BSC Research