

## Ngành Ngân hàng

Báo cáo lần đầu

Tháng 9, 2020

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá mục tiêu (VNĐ/cp) **25.600**

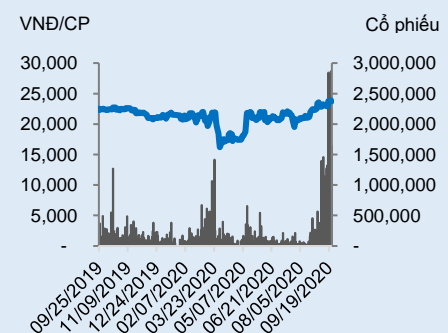
Thị giá (23/9/2020) **23.700**

Tiềm năng tăng giá **8,0%**

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	16.200-23.900
Vốn hóa	19.353 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	816.573.150
KLGD bình quân 10 ngày	1.634.151
% nước ngoài sở hữu	30%
Room nước ngoài	30%
Cổ tức/ cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/ thị giá	N/a
Beta	1

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
TPB	11,3%	6,3%	13,7%	35,8%
VN-Index	-5,6%	4,5%	8,2%	23,9%

Chuyên viên phân tích

**Trần Đăng Mạnh**

(84 28) 3914 6888 ext. 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

## Nền tảng ngân hàng số mạnh; Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận hậu Covid-19 lạc quan

- Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu với Ngân hàng TMCP Tiên Phong (HSX: TPB) với đánh giá **NEUTRAL** và giá mục tiêu 1 năm là 25.600 đồng/cp (tiềm năng tăng 8,0%). TPB định hướng trở thành ngân hàng số hàng đầu Việt Nam, và hiện là ngân hàng bán lẻ quy mô nhỏ, hiện đại với thế mạnh chính là cho vay mua nhà và ô tô. TPB đã hoạt động hiệu quả sau giai đoạn tái cấu trúc 2012-14, ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép LNTT giai đoạn 2014-19 là 42%/năm. Cơ cấu tài sản sinh lãi tích cực hơn với tỷ lệ cho vay khách hàng gia tăng đáng kể, đồng thời chứng tỏ khả năng thu hút tiền gửi của khách hàng, qua đó giảm bớt sự phụ thuộc vào thị trường liên ngân hàng. ROAE của TPB đã tăng mạnh từ 4,67% năm 2012 lên 26,1% năm 2019.
- Chu kỳ nợ xấu mới của TPB (2015-19) lành mạnh hơn chu kỳ trước dù đã nhích dần lên 1,3% năm 2019 từ 0,8% năm 2015. Cuối Quý 2/2020, NPL ở mức 1,5%, trong khi Nợ nhóm 2 giảm xuống 1,9%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng lên 112,7% so với 76,0% Quý 1/2020 và 97,8% cuối 2019. Đệm dự phòng của TPB đã tăng lên 112,1% cuối Quý 2/2020. Nguồn vốn ngắn hạn của TPB được sử dụng để cho vay trung và dài hạn ở mức 63,58%, cùng với hệ số an toàn vốn CAR (Basel II) ở mức 11,24%, tạo tiền đề cho sự phục hồi có ý nghĩa đối với mảng vay bán lẻ (đặc biệt là thế chấp nhà ở) của TPB trong 6 tháng cuối năm 2020 và năm 2021.
- KQKD 1H20 nhìn chung chưa cho thấy mức độ ảnh hưởng đáng kể bởi Covid-19 – LNTT tăng trưởng 25,6% YoY lên 2.034 tỷ nhờ tăng trưởng thu nhập từ lãi NII, lợi nhuận từ giao dịch ngoại hối và phí trả trước một lần từ hợp tác với banca độc quyền và cắt giảm OPEX. Với những tác động tiêu cực từ Covid-19, BVSC dự báo triển vọng tăng trưởng lợi nhuận năm 2020 của TPB sẽ tăng chậm lại, dự báo LNTT của TPB là 4.121 tỷ đồng (+6,5% YoY).
- Triển vọng lợi nhuận hậu Covid-19 lạc quan - BVSC dự báo LNTT năm 2021 của TPB sẽ phục hồi 15,5% YoY lên 4.758 tỷ nhờ các cho vay khách hàng quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng tốt, NIM cải thiện và sự phục hồi đáng kể từ phí và thu nhập hoa hồng banca.

**Khuyến nghị:** TPB đóng cửa ở mức VNĐ 23.700/cổ phiếu, giao dịch ở mức P/E và P/B năm 2020 là 5,7x và 1,1x và năm 2021 là 5,0x và 0,9x với ROAE trung bình năm 2020-21 là 21,4%. Đánh giá **NEUTRAL** đối với TPB dựa trên mức giá mục tiêu 1 năm là **25.600 đồng/cp** (tiềm năng tăng giá 8,0%), định giá cổ phiếu ở mức P/B năm 2020 và 2021 lần lượt là 1,26x và 1,02x.

TPB là ngân hàng bán lẻ quy mô nhỏ, hiện đại, am hiểu công nghệ với thế mạnh chủ chốt trong thị trường cho vay mua nhà và ô tô, sử dụng phương pháp cho vay theo chuỗi giá trị. Chúng tôi tin rằng TPB có vị thế mạnh mẽ để phục hồi sau đại dịch Covid-19 nhờ thanh khoản và nền tảng vốn vững chắc hơn, lợi thế đi đầu trong lĩnh vực ngân hàng kỹ thuật số. Điều này cho phép TPB không những theo đuổi chiến lược dài hạn mà còn thâm nhập hơn nữa mảng cho vay bán lẻ có bảo đảm, đặc biệt là thế chấp nhà ở, bổ sung cho việc tăng trưởng thu nhập từ lãi; mà còn mở rộng cơ sở khách hàng trong bối cảnh gia tăng nhanh chóng của xu hướng số hóa ngành ngân hàng và do đó, thúc đẩy tăng thị phần, CASA và thu nhập ngoài lãi. Chu kỳ NPL hiện tại có vẻ lành mạnh hơn so với chu kỳ trước, được trang bị tốt với tỷ lệ bao phủ nợ xấu tốt và đệm dự phòng cụ thể ở mức cao.

## TPB công bố KQKD 1H20 duy trì tăng trưởng trong bối cảnh dịch Covid-19, dư nợ tái cấu trúc ở mức thấp.

TPB công bố KQKD Quý 2/2020 khởi sắc với LNTT tăng trưởng tốt 33,7% YoY, đạt 1.024,9 tỷ. LNTT lũy kế 6 tháng đầu năm 2020 đạt 2.034,3 tỷ đồng (+25,6% YoY), hoàn thành 50,0% kế hoạch LNTT năm 2020. Động lực chính: (1) Thu nhập lãi thuần (NII) tăng trưởng tốt nhờ tín dụng tăng và NIM mở rộng; (2) Thu nhập từ đầu tư chứng khoán và ghi nhận đợt 2 khoản phí upfront fee từ thương vụ banca độc quyền; và (3) Cắt giảm chi phí hoạt động (OPEX).

Hình 1: Các khoản cho vay và tiền gửi KH của TPB và CASA tính đến cuối Quý 2:

	2Q20	QoQ	YTD	YoY	FY17 YoY	FY18 YoY	FY19 YoY	5Y CAGR
<b>Cho vay KH</b>	100.419	-0,1%	5,0%	11,6%	36,0%	21,7%	23,9%	37,0%
<b>Tiền gửi KH</b>	96.214	7,3%	4,1%	19,0%	27,6%	8,3%	21,4%	33,7%
<b>Tỷ lệ CASA %</b>	15.6%	1,7%	-0,9%	-2,4%	53,6%	23,1%	4,9%	36,2%

Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC dự báo

Tín dụng tăng trưởng mạnh trong nửa đầu năm 2020 được hỗ trợ bởi trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) và cho vay doanh nghiệp lớn. Tăng trưởng tín dụng của TPB từ đầu năm đạt 10,4%, cao hơn so với mức 3,26% toàn ngành và gần chạm hạn mức tín dụng ban đầu là 11,5%. Trong đó, TPDN là động lực tăng trưởng chính, dư nợ TPDN tăng mạnh kể từ đầu năm, đạt 10.497 tỷ đồng (tương đương 9,5% tổng dư nợ cuối Quý 2/2020 so với 4,8% cuối Quý 4/2019). Đồng thời, cho vay khách hàng ổn định ở mức 100.419 tỷ (-0,1% QoQ; +5,0% YTD). Cho vay bán lẻ tăng nhẹ 1,5% YTD, đạt 52.318 tỷ (54,1% dư nợ cuối Q2/2020), trong đó dư nợ cho vay mua ô tô giảm 4,2% YTD, trong khi cho vay mua nhà tăng 6,6% YTD. Cho vay doanh nghiệp lớn tăng mạnh 12,8% YTD, đạt 8.970 tỷ (10,5% tổng dư nợ cuối Quý 2/2020). Trong khi đó, cho vay DNVVN tăng 5,1% so với đầu năm lên 36.156 tỷ đồng (39,2% tổng dư nợ cho vay cuối Quý 2/2020). Đối với năm 2020, hạn mức tín dụng của TPB chính thức được NHNN nâng lên 23,0% hồi đầu tháng 7.

Hình 2: Cơ cấu khoản vay KH của TPB theo nhóm KH và sản phẩm bán lẻ chính:

Tỷ đồng	1Q20	2Q20	QoQ	YTD	YoY	1Q20 mix	2Q20 mix
<b>DN lớn</b>	9.982	10.114	1,3%	12,8%	16,1%	9,9%	10,1%
<b>DNVVN</b>	38.796	37.988	-2,1%	5,1%	8,2%	38,6%	37,8%
<b>Cá nhân</b>	51.730	52.318	1,1%	1,5%	13,4%	51,5%	52,1%
Trong đó:							
<b>CV mua nhà</b>	21.435	22.380	4,4%	6,6%	24,7%	21,3%	22,3%
<b>CV mua ô tô</b>	17.491	16.836	-3,7%	-4,2%	-0,1%	17,4%	16,8%
<b>Thê tín dụng</b>	1.029	3.459	236,2%	141,6%	162,5%	1,0%	3,4%
<b>Khác</b>	11.776	9.642	-18,1%	-16,7%	-3,9%	11,7%	9,6%
<b>Tổng</b>	<b>100.508</b>	<b>100.420</b>	<b>-0,1%</b>	<b>3,9%</b>	<b>11,6%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Nguồn: TPB; BVSC

**CASA phục hồi và LDR thuần giảm so với quý trước.** Tổng tiền gửi khách hàng của TPB phục hồi tích cực trong Quý 2, đạt 96.214,2 tỷ đồng (+7,3% QoQ; +3,1% YTD), sau khi giảm trong 1Q20. Trong đó, tỷ lệ CASA cũng tăng nhẹ lên 15,6% so với thấp 13,9% trong 1Q20 chủ yếu do yếu tố mùa vụ. Theo đó, LDR thuần của ngân hàng giảm còn 104,4% trong 2Q20 so với 112,1% trong Quý 1/2020. Tính đến cuối Quý 2/2020, tỷ lệ LDR (Thông tư 22) ở mức thấp 63,58% (so với

66,71% và 65,7% lần lượt trong 1Q20 và 4Q19) so với mức quy định là 85,0%. Hơn nữa, tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn (SMLR) của TPB cuối Quý 2 duy trì ở mức thấp 24,94% so với 24,3% cuối 2019, thấp hơn nhiều so với người quy định là 40,0%. Trong khi tỷ lệ LDR thấp cho thấy TPB có lợi thế trong việc thúc đẩy tăng trưởng cho vay khách hàng trong nửa cuối năm mà không gặp áp lực thanh khoản đáng kể; Tỷ lệ SMLR hiện tại mở đường cho TPB thâm nhập sâu hơn vào phân khúc cho vay bán lẻ có đảm bảo (cho vay thế chấp nhà ở).

**Thu nhập từ lãi ròng tăng trưởng vững chắc nhờ tăng trưởng tín dụng và mở rộng NIM.**

Thu nhập lãi thuần 6 tháng đầu năm 2020 tăng 29,7% YoY lên 3.492 tỷ, nhờ tín dụng tăng trưởng 11,6% YoY và NIM mở rộng. Cụ thể, NIM 2Q20 không đổi so với cùng kỳ ở mức 4,20% (-15 bps QoQ), chủ yếu là do: (1) Chi phí vốn trong Quý 2 giảm còn 4,33%, giảm 14 bps QoQ và 23 bps YoY, bù đắp cho việc lợi suất tài sản sinh lãi (IEA) giảm còn 8,44% trong 2Q20 (-33 bps QoQ; -24 bps YoY); và (2) Tỷ lệ LDR thuần giảm. Trong đó, chúng tôi cho rằng lợi suất cho vay khách hàng trong Quý 2 giảm xuống mức 11,22% so với 11,76% trong Quý 1. Mặc dù chúng tôi hiểu rằng việc lợi suất CVKH giảm chủ yếu do (1) Các khoản vay tái cấu trúc dưới ảnh hưởng của Covid-19; và (2) Gói kích cầu tín dụng (cho vay với lãi suất ưu đãi).

*Hình 3: Xu hướng lợi suất tài sản sinh lãi, chi phí vốn và NIM của TPB:*

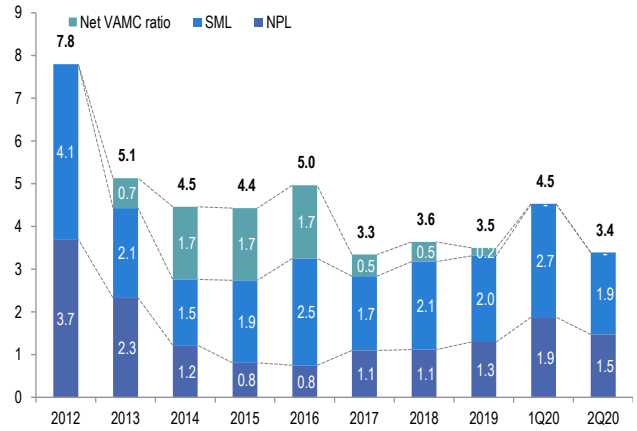
	2017	2018	2019	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
<b>Lợi suất IEA %</b>	6,89%	8,06%	8,86%	8,68%	8,81%	8,70%	8,77%	8,44%
<b>Chi phí vốn %</b>	3,87%	4,18%	4,57%	4,56%	4,68%	4,57%	4,47%	4,33%
<b>NIM %</b>	<b>2,98%</b>	<b>3,77%</b>	<b>4,21%</b>	<b>4,20%</b>	<b>4,15%</b>	<b>4,11%</b>	<b>4,35%</b>	<b>4,20%</b>

Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC dự báo

**Thu nhập ngoài lãi thuần (Noll) cao nhờ khoản lợi nhuận từ hoạt động giao dịch ngoại hối và khoản thu bất thường từ phí trả trước của thương vụ banca độc quyền** – Như vậy, thu nhập ngoài lãi thuần trong 1H20 tăng tốt 23,0% YoY lên 1.395,9 tỷ đồng. Cơ cấu chi tiết theo phân khúc như sau:

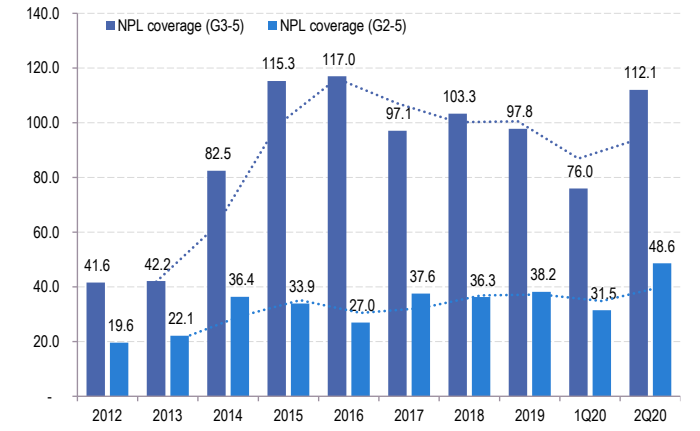
**Nợ xấu từ cho vay bán lẻ và cho vay doanh nghiệp SME cải thiện, có khả năng thấp hơn thực tế do Thông tư 01.** Đến cuối Quý 2/2020, tổng nợ xấu (NPL) là 1.477 tỷ (-21,6% QoQ; +10,6% YoY). Tương ứng, tỷ lệ nợ xấu của TPB vào cuối Quý 2/2020 là 1,47%, giảm 40 bps so với 1,87% Quý 1/2020, tăng 18 bps so với 1,29% vào cuối năm 2019. BVSC hiểu rằng tỷ lệ nợ xấu được các NH công bố có khả năng thấp hơn thực tế, do Thông tư 01 cho phép các NH được duy trì phân loại các khoản vay và trì hoãn việc ghi nhận và trích lập nợ xấu. NPL bán lẻ được kiểm soát chặt chẽ ở mức 1,68% cuối Quý 2/2020 so với 1,67% cuối 2019; trong đó, NPL từ cho vay mua nhà giảm chỉ còn 0,19% cuối Quý 2/2020 từ 0,43% cuối 2019; NPL từ cho vay mua xe cũng giảm còn 2,04% cuối Quý 2/2020 so với 2,70% năm 2019. Nợ xấu từ thẻ tín dụng và các khoản cho vay không thể chấp khác lần lượt tăng lên 0,99% và 4,77% trong Quý 2/2020 từ 0% và 2,55% năm 2019. Nợ xấu từ cho vay doanh nghiệp SME giảm mạnh xuống 0,46% vào cuối Quý 2/2020 từ 0,88% cuối 2019. Chúng tôi hiểu rằng nợ xấu từ cho vay DN lớn đã tăng cao trong kỳ. Nợ cần chú ý (SML; Nhóm 2) đến cuối Quý 2/2020 cũng giảm xuống 192,8 tỷ (-27,7% QoQ; -14,2% YoY), chiếm 1,92% tổng dư nợ.

**Hình 4: Dự nợ rủi ro của TPB tính đến cuối 2Q20 – Cả NPL và SML đều trong tầm kiểm soát**



Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC

**Hình 5: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của TPB giai đoạn FY12-2Q20: TPB tích cực trích lập lên mức lành mạnh**

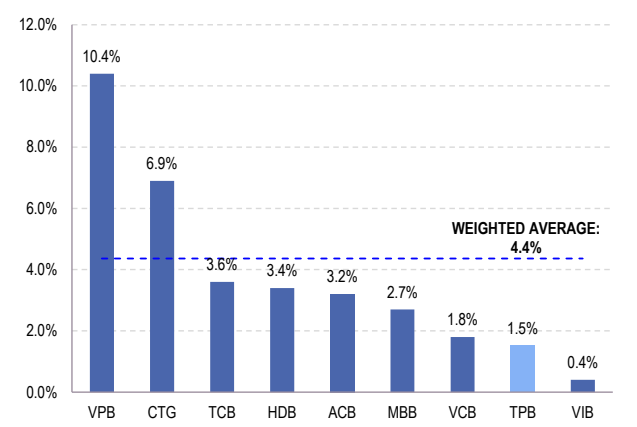


Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC

**Chi phí dự phòng trong 2Q20 tăng lên 441,7 tỷ đồng (+23,1% YoY)** và vì vậy, chi phí dự phòng 1H20 tăng mạnh 49,1% YoY, lên mức 765,7 tỷ đồng. Nhờ tỷ lệ nợ xấu giảm và chi phí dự phòng tăng, tỷ lệ thu hồi nợ xấu được củng cố 112,7% cuối Quý 2/ 2020 so với 76,0% trong Quý 1/ 2020 và 97,8% cuối 2019. Đệm dự phòng cụ thể của TPB tăng lên 112,1% tính đến cuối Quý 2/2020 từ mức 60,5% trong Quý 1/2020. Hơn nữa, TPB chủ động xóa 208 tỷ đồng nợ xấu trong Quý 2/2020.

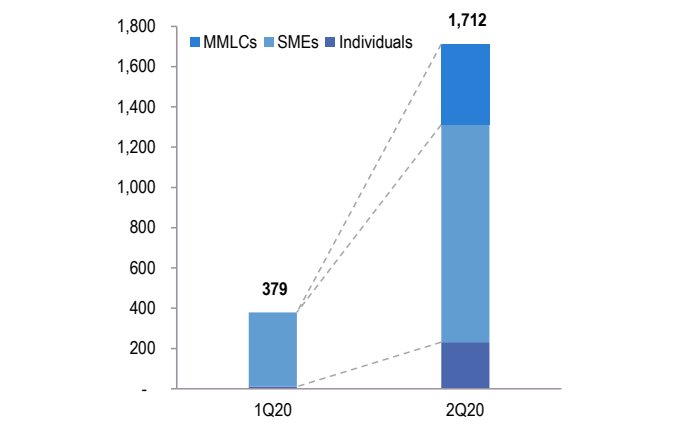
**Cuối Quý 2, TPB công bố tổng các khoản vay tái cấu trúc do COVID-19 là 1.713 tỷ (1,5% dư nợ cuối 2Q20)**, thấp hơn nhiều so với mức bình quân gia quyền 4,4% của 9 ngân hàng công bố. Trong đó, cho vay cá nhân chiếm 13,5%, DNVVN và DN lớn chiếm lần lượt 63,1% và 23,4%.

**Hình 6: Các khoản vay tái cấu trúc do Covid-19 của TPB hạn chế so với các NH khác, tính đến cuối 2Q20:**



Nguồn: Dữ liệu NH; BVSC tổng hợp và dự báo

**Hình 7: Cơ cấu các khoản vay tái cấu trúc do Covid-19 theo nhóm khách hàng đến cuối 2Q20 của TPB:**



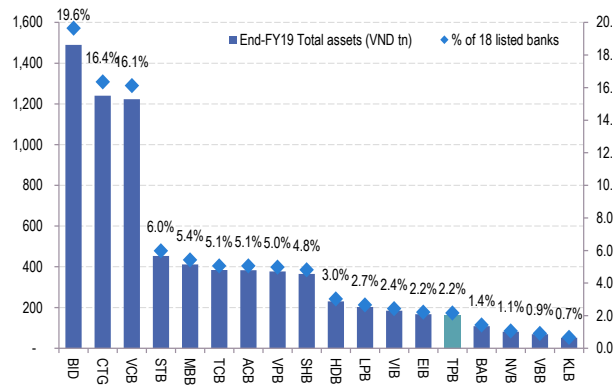
Nguồn: TPB; BVSC; Đơn vị: tỷ đồng

## Tổng quan doanh nghiệp

TPB là ngân hàng bán lẻ có quy mô nhỏ, đang tăng trưởng nhanh, chú trọng ứng dụng công nghệ số vào sản phẩm của ngân hàng. Được thành lập năm 2008 và niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán TP.HCM năm 2018, Ngân hàng TMCP Tiên phong (HSX: TPB) là một ngân hàng bán lẻ có quy mô nhỏ với thế mạnh về công nghệ hiện đại, chủ yếu hướng tới nhóm khách hàng cá nhân và các doanh nghiệp vừa và nhỏ (DNVVN). Khi hệ thống ngân hàng ở Việt Nam rơi vào khủng hoảng những năm 2010, do mới được thành lập nên TPB gặp một số khó khăn nhưng do quy mô tài sản còn nhỏ nên TPB đã nhanh chóng cơ cấu lại và vượt qua được giai đoạn này.

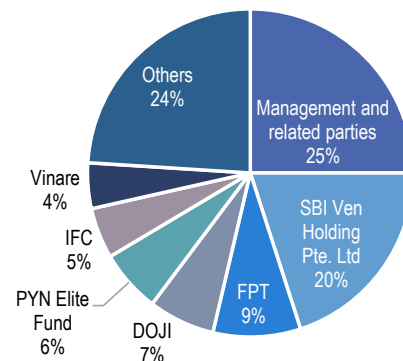
TPB đã gặt hái nhiều thành công nhờ chiến lược tập trung vào mảng bán lẻ với hai mảng chính là cho vay mua ô tô và mua nhà, cùng với cho vay doanh nghiệp SME (tổng cộng chiếm 90% dư nợ cho vay trong 2019), minh chứng bởi tốc độ tăng trưởng kép lợi LNTT giai đoạn 2014-19 vượt trội, đạt 42,0%/ năm.

**Hình 8: TPB là NH bán lẻ quy mô nhỏ với thế mạnh công nghệ hiện đại**



Nguồn: Fiin Pro; BVSC

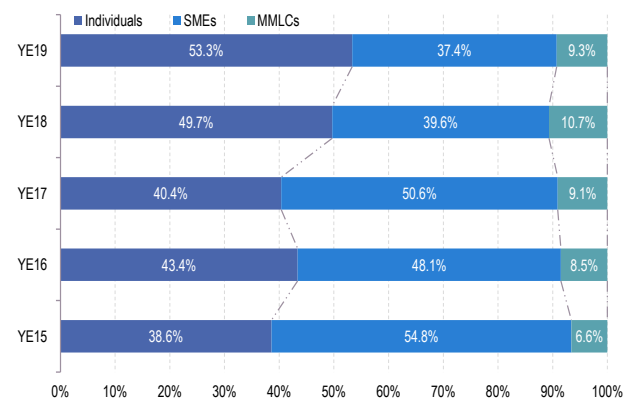
**Hình 9: Cơ cấu cổ đông của TPB tập trung các tên tuổi lớn, như DOJI, FPT, IFC và SBI Ven Holding**



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

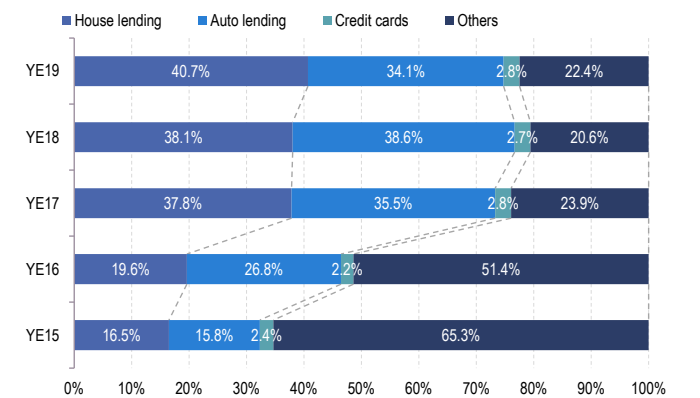
## Mô hình và chiến lược kinh doanh

**Hình 10: Cho vay cá nhân và DNVVN là động lực chính – chiến lược tập trung cho vay bán lẻ (tối ưu hóa LN và đa dạng hóa rủi ro)**



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

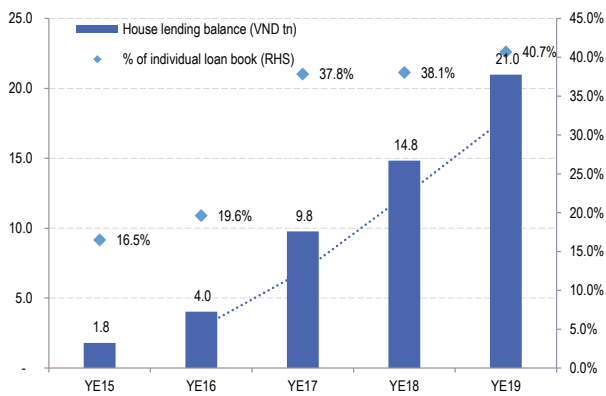
**Hình 11: Cơ cấu khoản vay bán lẻ: tập trung cho vay mua nhà với 'lợi tức cao hơn, rủi ro thấp hơn; hạn chế cho vay mua xe sau nhiều năm mở rộng nhằm giảm nợ xấu**



Nguồn: Dữ liệu; BVSC

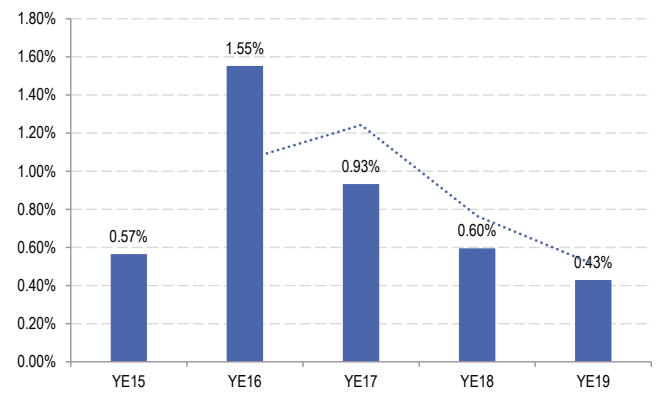
**Bước đi chiến lược, tập trung hơn vào mảng bán lẻ với thế mạnh ở phân khúc cho vay mua nhà và mua xe.** Dư nợ cho vay bán lẻ của TPB liên tục tăng, từ 38,6% tổng cho vay khách hàng cuối năm 2015 lên mức 53,3% cuối năm 2019 (Hình 10). Chúng tôi nhận thấy TPB đã đi theo xu hướng chung toàn ngành ngân hàng, do phân khúc bán lẻ giúp tối ưu hóa lợi nhuận và phân tán rủi ro tập trung nhờ lợi suất cao hơn và quy mô các khoản vay nhỏ. Trong đó, cho vay mua nhà và mua xe là những động lực chính, với tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn FY15-19 lần lượt đạt 84,9% và 78,7%. Trong hai phân khúc cho vay chiến lược này, TPB đã áp dụng **chiến lược cho vay theo chuỗi giá trị**, ngân hàng hợp tác từ các bên thuộc chuỗi giá trị ban đầu (các nhà phát triển bất động sản, nhà sản xuất ô tô) cho đến các bên trung gian (nhà thầu hoặc nhà phân phối ô tô) đến người dùng cuối (người mua nhà và ô tô). Chúng tôi cho rằng chiến lược này mang lại lợi ích cho các NH có quy mô nhỏ như TPB, tạo ra dòng tiền ổn định, lượng tiền gửi không kỳ hạn lành mạnh trong hệ thống và từ đó giảm thiểu rủi ro thanh khoản.

**Hình 12: Dư nợ cho vay mua nhà của TPB tăng trưởng tốt với CARG GD 2015-19 đạt 84,9%/ năm**



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

**Hình 14: Nợ xấu mảng cho vay mua nhà được quản lý chặt chẽ, chỉ ở mức 0,43% cuối năm 2019**



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

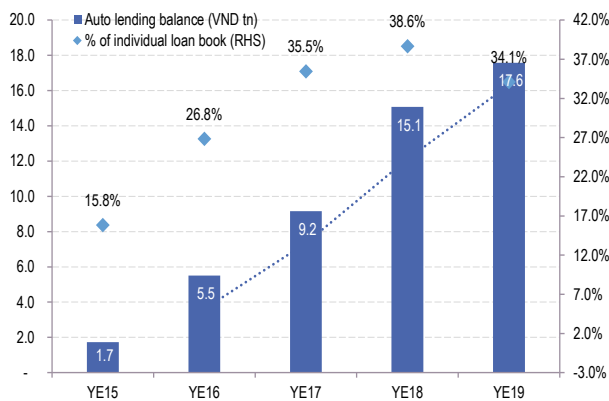
**Cho vay mua nhà: dư nợ cho vay tăng trưởng nhanh đi đôi với việc quản lý nợ xấu chặt chẽ.** Tính đến cuối năm 2019, dư nợ cho vay mua nhà tăng lên mức 20.985 tỷ đồng (+41,4% YoY; 21,7% tổng dư nợ cho vay) từ mức chỉ 1.796 tỷ đồng (6,4% tổng dư nợ) cuối năm 2015. Theo chiến lược cho vay dựa trên chuỗi giá trị, TPB đã xây dựng mối quan hệ chặt chẽ với những nhà phát triển BĐS lớn như SunGroup, Novaland và Vingroup, cho phép ngân hàng tiếp cận đến toàn bộ chuỗi giá trị, từ tài trợ dự án cho đến cho vay người mua nhà. TPB tập trung vào quá trình thẩm định và phê duyệt tín dụng để giải ngân nhanh hơn. Mặc dù dư nợ cho vay tăng nhanh, chúng tôi nhấn mạnh rằng: (1) Thị phần của TPB ở mức khiêm tốn 2-3% và (2) Tỷ lệ nợ xấu được quản lý chặt chẽ, chỉ 0,43% cuối năm 2019 – mức thấp nhất trong các mảng cho vay.

**Cho vay mua xe: gia tăng ưu tiên quản trị rủi ro sau khi tăng trưởng nhanh.** Tính đến cuối năm 2019, dư nợ cho vay mua xe đạt 17.578 tỷ đồng (+16,6% YoY; 18,2% tổng dư nợ cho vay) từ mức 1.724 tỷ đồng (6,1% tổng dư nợ) cuối năm 2015. Theo chúng tôi tìm hiểu, so với cho vay mua nhà, thời hạn cho vay mua xe ngắn hơn và do đó, mang lại lợi suất thấp hơn. Hơn nữa, giá trị của xe ô tô giảm dần theo thời gian nên rủi ro hơn so với cho vay mua nhà. Những yếu tố này

là một minh chứng cho thấy thị trường cho vay mua xe ở Việt Nam chỉ là thị trường ngách, nơi các ngân hàng có quy mô nhỏ tận dụng để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.

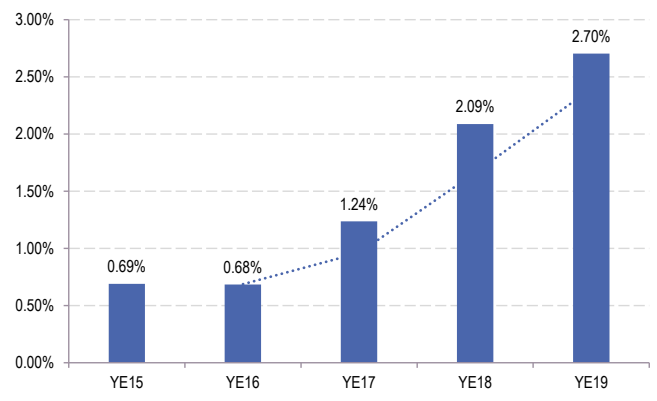
Tính đến cuối 2019, nợ xấu từ cho vay mua ô tô đã tăng đáng kể từ 0,7% cuối 2015 lên 2,7% cuối 2019. Nhận thức được rủi ro từ hoạt động cho vay mua ô tô gia tăng, TPB đã thắt chặt chính sách phê duyệt tín dụng (giảm tỷ lệ cho vay theo giá trị xuống mức phổ biến 80%, thời hạn tối đa 6 năm). Dù điều này sẽ làm triển vọng tăng trưởng trong tương lai của phân khúc này chậm lại, chúng tôi tin rằng việc kiểm soát nợ xấu hiện nay là quan trọng hơn. Từ giữa năm 2019, TPB đã tích cực tập trung vào việc tái cấu trúc dư nợ cho vay, chuyển sang hình thức cho vay đảm bảo hơn (cho vay mua nhà thế chấp).

**Hình 15: Tỷ trọng cho vay mua ô tô của TPB đang tăng chậm lại**



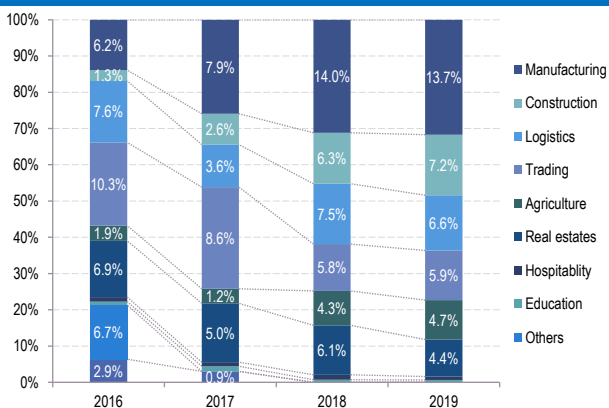
Nguồn: BVSC tổng hợp và ước tính

**Hình 16: ... để tránh hình thành nợ xấu sau nhiều năm tích cực mở rộng**



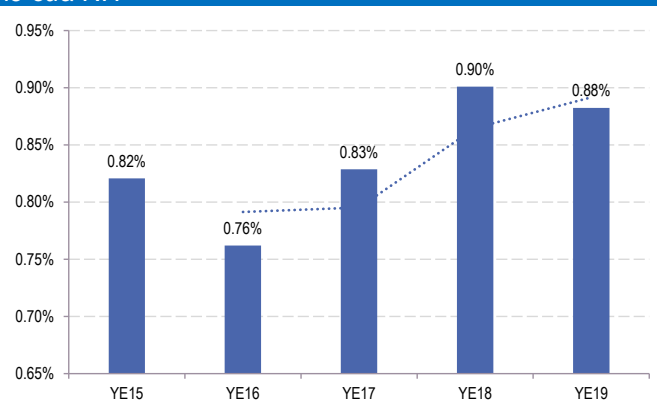
Nguồn: BVSC tổng hợp và ước tính

**Hình 17: Cho vay doanh nghiệp SME được phân bổ rộng rãi trên các ngành khác nhau:**



Nguồn: BVSC tổng hợp và ước tính

**Hình 18: Nợ xấu cho vay doanh nghiệp SME FY15-19 trong tầm kiểm soát, thấp hơn nhiều với mức nợ xấu bán lẻ của NH**



Nguồn: BVSC tổng hợp và ước tính

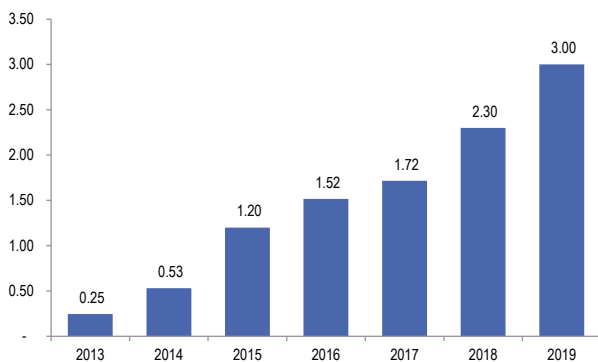
**Cho vay doanh nghiệp SME: đa lĩnh vực; tập trung cho vay vốn lưu động, ít rủi ro, ngắn hạn.** Dư nợ cho vay doanh nghiệp SME của TPB tính đến cuối năm 2019 tăng trưởng tốt, đạt 36.156 tỷ đồng (+16,3% YoY; 37,4% tổng dư nợ) từ mức 15.487 tỷ năm 2015 (54,8% tổng dư nợ) và tương ứng mức tăng trưởng kép giai đoạn 2015-19 là 23,6%/ năm. Trong phân khúc này, chiến lược của TPB là tập trung vào cho vay vốn lưu động, rủi ro thấp, ngắn hạn, dành cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở các ngành khác nhau. Hơn nữa, vì cơ sở khách hàng doanh nghiệp SME

của TPB là động lực chính thúc đẩy doanh thu từ phí và dịch vụ, TPB cũng đang nhắm đến các cơ hội bán chéo (dịch vụ thanh toán, quản lý tiền mặt). Để làm được như vậy, TPB đã đưa ra các chính sách và tỷ giá ưu đãi cũng như các giải pháp ngân hàng số nhằm tăng cường khả năng tiếp cận hệ sinh thái khách hàng, từ các nhà cung cấp, nhân viên và khách hàng. Nợ xấu cho vay DNVVN được quản lý tốt ở mức 0,88% cuối năm 2019 so với mức 0,76-0,90% trong giai đoạn 2015-18; cũng thấp hơn nhiều so với nợ xấu bán lẻ là 1,67% cuối 2019.

**Tận dụng hệ thống ngân hàng kỹ thuật số ưu việt để tăng cường khả năng tiếp cận khách hàng và tối ưu hóa chi phí hoạt động.** Với hậu thuẫn của cổ đông chiến lược - FPT - nhà cung cấp dịch vụ công nghệ lớn nhất Việt Nam, TPB đã có vị thế cạnh tranh để theo đuổi chiến lược ngân hàng số của mình. Do đó, TPB đã đưa ra một số sáng kiến ngân hàng kỹ thuật số, bao gồm:

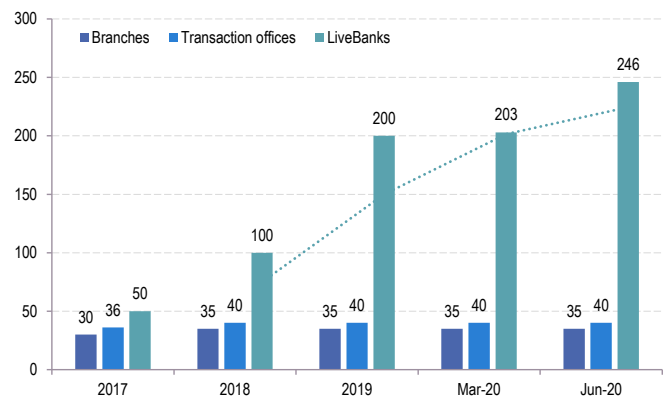
- **LiveBank** – ra mắt lần đầu tiên vào năm 2016, mang đến cho khách hàng nhiều dịch vụ giá trị gia tăng, bao gồm: gửi tiền mặt, tài khoản tiết kiệm, đăng ký thẻ ATM / thẻ ghi nợ, nạp tiền, thanh toán hoặc chuyển khoản ngân hàng tức thì với 40 ngân hàng chỉ trong vòng 8 giây và truy cập vào sản phẩm hiện có (ví dụ: thẻ, khoản vay và banca). Vào cuối Quý 2/ 2020, tổng số lượng LiveBanks Ngân đã tăng lên 246 từ 50 và 200 vào cuối các năm 2015 và 2019. Theo Ban lãnh đạo, việc ra mắt LiveBanks nhằm mục đích tăng cường hiệu quả hoạt động thông qua việc giảm chi phí hoạt động, đồng thời tối ưu hóa việc tiếp cận khách hàng, trong mô số lượng dân số trẻ và hiểu biết về công nghệ ngày càng tăng.
- **Các sáng kiến khác** bao gồm Savvy (mở tài khoản tiết kiệm, với số tiền tối thiểu là 300.000 đồng; với nhiều kỳ hạn linh hoạt) và QuickPay (thông qua mã QR).

**Hình 19: TPB mở rộng cơ sở khách hàng nhanh chóng GD 2013-19 với tốc độ CAGR 51,8%/ năm**



Nguồn: TPB; BVSC; Đơn vị: triệu khách hàng

**Hình 20: Mạng lưới chi nhánh, phòng giao dịch và LiveBanks của TPB:**



Nguồn: TPB; BVSC

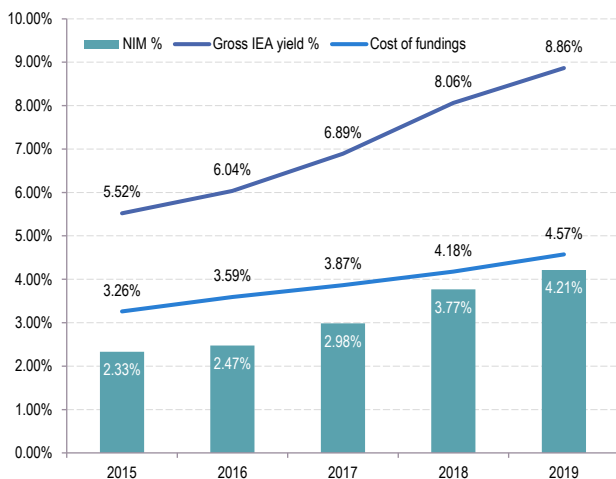


## Phân tích tài chính – Tái cấu trúc danh mục tài sản sinh lãi và nền tảng vốn

**TPB là một trong những ngân hàng có NIM cải thiện nhanh.** Hệ số NIM của TPB đã mở rộng đáng kể trong giai đoạn 2015-19, nhờ (1) Lợi suất tài sản sinh lãi tăng nhờ cơ cấu tài sản sinh lãi (IEA) được cải thiện, cùng với việc chuyển hướng chiến lược sang tập trung nhiều hơn vào bán lẻ, một phần trái phiếu doanh nghiệp; và (2) Mặc dù tăng, chí phí huy động được quản lý chặt chẽ với cơ sở vốn huy động linh hoạt và lượng tiền gửi ổn định từ cơ sở khách hàng bền vững của ngân hàng. (3) TPB thực hiện giao dịch với nhiều ngân hàng khác, nên các hoạt động vay, cho vay với các tổ chức tín dụng khác luôn có tỷ trọng lớn, và điều này càng tốt hơn khi thanh khoản trong hệ thống những năm gần đây ổn định giúp lãi suất liên ngân hàng ở mức thấp.

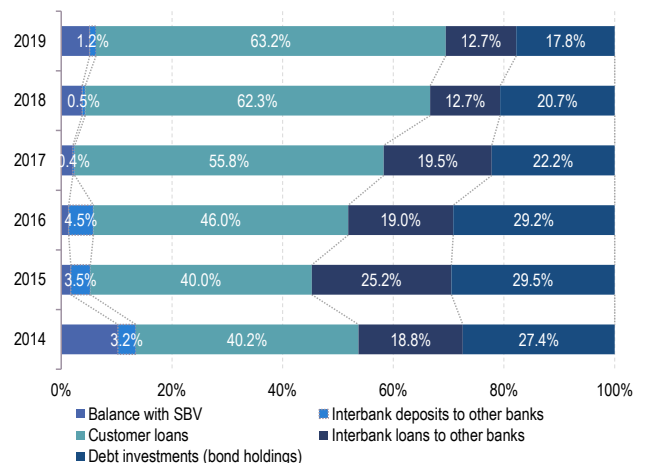
Cụ thể, lợi suất tài sản sinh lãi tăng mạnh từ 5,54% trong FY15 lên 8,61% năm 2019; trong khi đó, chi phí huy động vốn tăng từ 3,23% trong FY15 lên 4,49% trong FY19. Do đó, tỷ lệ NIM đã tăng từ 2,34% trong năm 2015 lên 4,09% trong năm 2019, đây là một trong những mức cao nhất trong ngành, chỉ sau VPB (9,32% năm 2019, nhờ phân khúc tài chính tiêu dùng) và MBB (4,90% năm 2019, nhờ CASA vượt trội).

**Hình 21: Xu hướng tỷ suất tài sản sinh lãi; chi phí huy động vốn; & NIM của TPB giai đoạn 2015-19 – NIM mở rộng nhanh...**



Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC ước tính

**Hình 22: ... nhờ chủ động tái cấu trúc tài sản sinh lãi và chuyển hướng tập trung mảng bán lẻ nhằm hỗ trợ lợi suất tài sản sinh lãi**



Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC ước tính

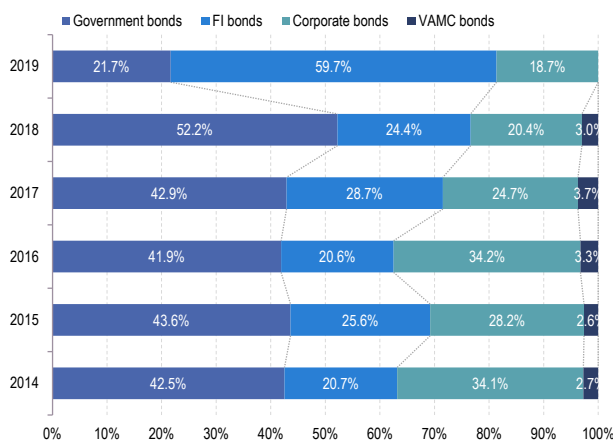
**Cơ cấu tài sản sinh lãi được tái cấu trúc hiệu quả, lành mạnh hơn với cho vay khách hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất.** Tỷ trọng khoản vay khách hàng có lợi suất cao tăng nhanh từ 40,2% năm 2015 lên 63,2% năm 2019 (Hình 22); cùng với việc chủ động chuyển sang cho vay bán lẻ, là nguyên nhân giúp tăng trưởng lợi suất tài sản sinh lãi vững chắc. Điều này cho thấy tỷ trọng cho vay liên ngân hàng và đầu tư trái phiếu giảm đáng kể từ 18,8% và 27,4% năm 2015 còn 12,7% và 17,8% trong năm 2019.

- Với việc đẩy mạnh tập trung vào lĩnh vực bán lẻ, đặc biệt là cho vay mua nhà, chúng tôi cho rằng **cơ cấu cho vay của TPB đã chuyển dịch theo hướng trung và dài hạn, đạt 74,8%**

vào cuối 2019. Đồng thời, các khoản vay ngắn hạn chỉ chiếm 25,2% tổng dư nợ cho vay năm 2019, thấp hơn nhiều so với 63,7% trong 2015.

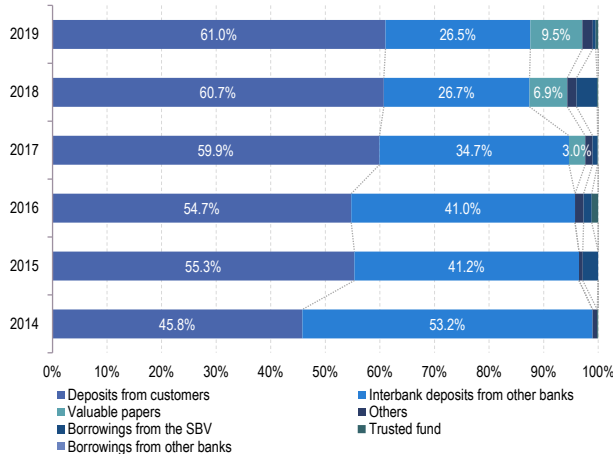
- **Danh mục trái phiếu TPB nắm giữ được quản lý linh hoạt.** Tỷ trọng trái phiếu chính phủ giảm mạnh từ 42,5% trong năm 2015 xuống chỉ còn 21,7% trong năm 2019. TPB cũng giảm tỷ lệ nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp từ 34,1% năm 2015 giảm còn 18,7% năm 2019 – chúng tôi tin rằng đây là xu hướng chung toàn ngành ngân hàng. BVSC hiểu rằng, trong bối cảnh lợi suất trái phiếu chính phủ liên tục giảm xuống mức thấp, các ngân hàng đang tích cực chuyển dịch đầu tư sang trái phiếu liên ngân hàng với lợi suất tốt hơn nhằm tối ưu hóa việc sử dụng vốn và từ đó gia tăng lợi nhuận. Về nguồn cung, giai đoạn 2016-19 chứng kiến nhu cầu phát hành trái phiếu mạnh mẽ từ các NHTMCP để tăng cường nguồn vốn thứ cấp và bổ sung nguồn vốn dài hạn.

**Hình 23: Danh mục trái phiếu TPB nắm giữ được quản lý linh hoạt – tăng cường tỷ trọng với TT liên NH...**



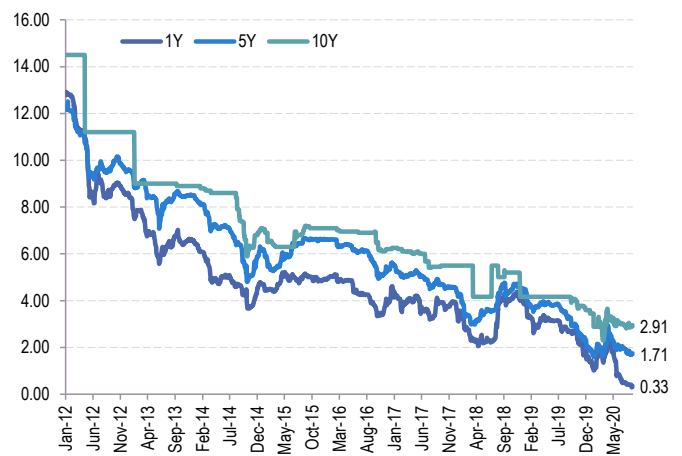
Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC ước tính

**Hình 25: Cơ sở vốn TPB đang cải thiện nhờ tiền gửi KH tăng và giảm vay liên ngân hàng:**



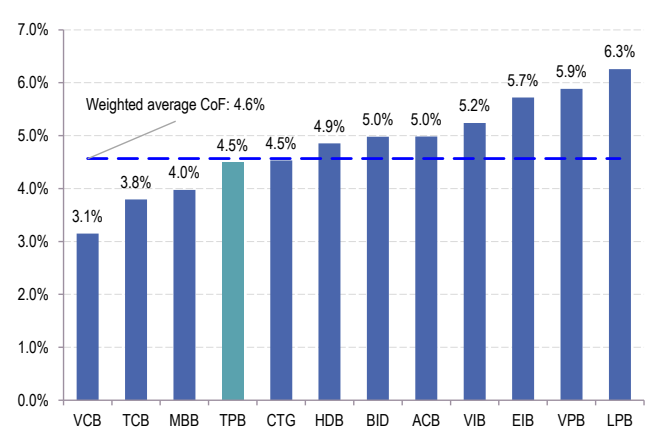
Source: Company data; BVSC estimates

**Hình 24: ... giảm tỷ trọng TPCP do lợi suất từ TPCP giảm về mức thấp**



Nguồn: Bloomberg; BVSC

**Hình 26: Chi phí vốn của TPB cạnh tranh, chỉ sau các đối thủ có năng lực thu hút CASA, gồm VCB, TCB và MBB**

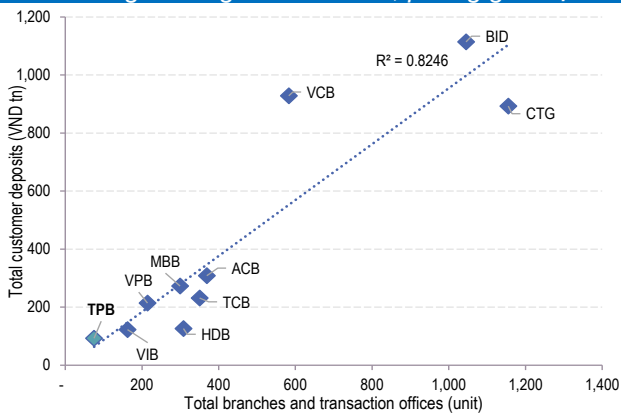


Source: Company data; BVSC estimates

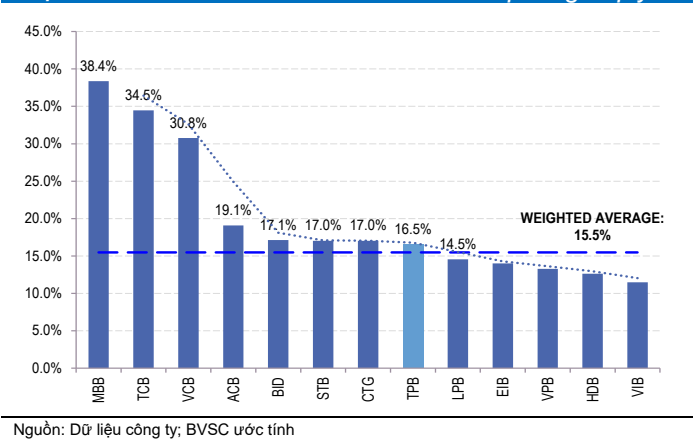
**Nguồn vốn đang dần lành mạnh hơn dựa trên việc tăng tỷ trọng tiền gửi của khách hàng và tích cực phát hành giấy tờ có giá nhằm giảm sự phụ thuộc liên ngân hàng. Mặc dù cho thấy một số cải thiện, cơ sở vốn giai đoạn 2014-19 của TPB đã được cô đọng và chủ yếu dựa vào**

nguồn vốn liên ngân hàng (chiếm 41-53,2% nguồn vốn). Nguồn vốn của TPB có vẻ vững chắc hơn nhờ gia tăng tỷ trọng tiền gửi khách hàng, từ 45,8% năm 2014 lên 61,0% năm 2019, trong khi tiền gửi liên ngân hàng giảm mạnh từ 53,2% trong năm 2014 xuống còn 26,5% năm 2019. Kể từ năm 2017, chúng tôi nhận thấy TPB tích cực phát hành giấy tờ có giá (chỉ từ 3,0% cơ sở vốn năm 2017 lên 6,9%/9,5% trong 2018/2019) – Chúng tôi hiểu rằng động thái này nhằm (1) Giảm bớt sự phụ thuộc vào nguồn vốn liên ngân hàng; và (2) Xây dựng cơ sở vốn tốt hơn, cải thiện nguồn vốn ngắn hạn của ngân hàng cho các khoản vay trung và dài hạn, chuẩn bị tốt cho việc thâm nhập sâu hơn vào mảng cho vay bán lẻ. Tuy nhiên điều này đồng nghĩa với việc chi phí vốn sẽ cao hơn, tăng dần khoảng 0.3%/năm, từ 3,26% năm 2015 lên 4,57% năm 2019. So với các ngân hàng khác, chi phí vốn của TPB ở mức cạnh tranh, so với mức bình quân gia quyền 4,6%, chỉ sau các đối thủ có năng lực thu hút CASA, gồm VCB (3,1%), TCB (3,8%), và MBB (4,0%). (Hình 26)

**Hình 27: Tương quan thuận giữa tổng tiền gửi của khách hàng và tổng số chi nhánh, phòng giao dịch:**



**Hình 28: CASA cuối 2019 giữa các ngân hàng được chọn: CASA của TPB cao hơn mức bình quân gia quyền**



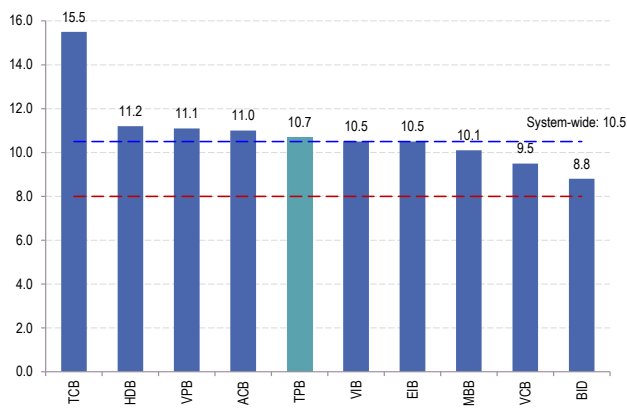
**Khả năng thu hút tiền gửi khách hàng, CASA khá tốt, cao hơn mức bình quân gia quyền của các ngân hàng trong nước.** Do TPB là ngân hàng bán lẻ có quy mô nhỏ, số lượng chi nhánh và phòng giao dịch trên cả nước còn ít, chúng tôi nhận thấy TPB có thể không có thể mạnh trong việc thu hút tiền gửi KH và kéo theo đó là CASA không cao. Hình 27 cũng khẳng định lại mối tương quan thuận chặt chẽ ( $R^2 = 82,5\%$ ) giữa tổng tiền gửi của khách hàng và số chi nhánh/phòng giao dịch của ngân hàng. Mặc dù có mạng lưới chi nhánh/phòng giao dịch quy mô nhỏ nhất, TPB vẫn nằm trên đường hồi quy, cùng với các NHTMNN, gồm: MBB, VCB và BID), cho thấy TPB hoạt động tốt hơn trong việc thu hút tiền gửi của khách hàng so với các ngân hàng khác.

- Xem xét sâu hơn về cơ cấu tiền gửi của TPB theo nhóm khách hàng, chúng tôi tin rằng lượng tiền gửi ổn định mà TPB có được là nhờ cơ sở khách hàng doanh nghiệp của ngân hàng này, mặc dù có xu hướng giảm, khách hàng doanh nghiệp vẫn chiếm 54,0% trong tổng số tiền gửi của khách hàng trong năm 2019. Chúng tôi hiểu thêm rằng, mạng lưới khách hàng doanh nghiệp vững chắc được thúc đẩy nhờ (1) Chiến lược cho vay theo chuỗi giá trị; và (2) Cổ đông chiến lược quy mô lớn có một không hai, gồm DOJL, FPT, IFC và SBI Ven Holding. Trong khi đó, khách hàng cá nhân có xu hướng tăng, từ 30,6% trong năm 2013 lên 46,0% trong năm

2019, nhờ những nỗ lực mang tính chiến lược của ngân hàng nhằm hướng đến các khách hàng cá nhân có quy mô tài sản ròng cao.

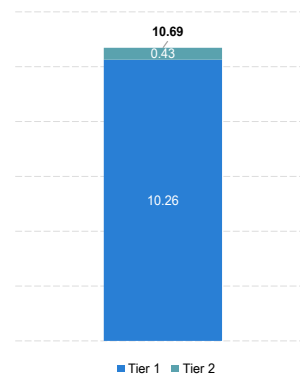
- Tính đến cuối năm 2019, CASA của TPB ở mức tương đối, 16,5%, cao hơn mức bình quân gia quyền của các NH được chọn. Ngoài thế mạnh trong lĩnh vực ngân hàng số, cơ sở khách hàng vững chắc và miễn phí giao dịch và dịch vụ, chúng tôi kỳ vọng CASA của TPB được tăng cường trong tương lai.

**Hình 29 Tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu cuối năm 2019 (CAR; Basel II) của các NH – Tỷ lệ CAR của TPB khá tốt, cao hơn mức chung toàn hệ thống**



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng; SBV; BVSC; Đơn vị: %

**Hình 30: Tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu tính đến cuối năm 2019 của TPB:**



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng; BVSC; Đơn vị: %

**Tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR, theo Basel II) cao hơn ngưỡng tối thiểu và mức chung toàn hệ thống, hỗ trợ tăng trưởng tín dụng bền vững.** TPB công bố tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu cuối năm 2019 (theo Basel II) là 10,69%, cao hơn mức 10,5% của toàn hệ thống theo NHNN và ngưỡng tối thiểu theo chuẩn Basel II là 8,0%. Trong đó CAR vốn Cấp 1 là 10,26%, Cấp 2 là 0,43%. Chúng tôi cho rằng việc giới hạn tỷ lệ sở hữu của NĐT nước ngoài (tối đa 20% cho mỗi NĐT và tổng tỷ lệ sở hữu không vượt quá 30%) vẫn là rào cản chính đối với các NH Việt Nam, hạn chế khả năng tăng vốn hóa Cấp 1, như TPB là một ví dụ. Mặt khác, chúng tôi nhận thấy dư địa khá lớn cho việc mở rộng vốn Cấp 2 của NH này trong tình huống cấp bách, mặc dù làm như vậy khá tốn kém.

**Giãn thời hạn áp dụng tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn (SMLR).** Ngày 14/8/2020, NHNN ban hành Thông tư 08/2020 thay thế Thông tư 22/2019, chính thức gia hạn thời gian áp dụng SMLR. Như vậy, theo Thông tư 08, tỷ lệ SMLR giữ nguyên ở mức 37%, 34% và 30%, đồng thời lùi thời hạn một năm. Theo BVSC, **điều này sẽ giúp ngân hàng giảm áp lực huy động vốn trung dài hạn và giảm chi phí huy động vốn.** Về nhu cầu tín dụng, **chúng tôi nhận thấy khả năng hỗ trợ nhu cầu tín dụng, vì chi phí huy động vốn giảm kéo theo lãi suất cho vay giảm**

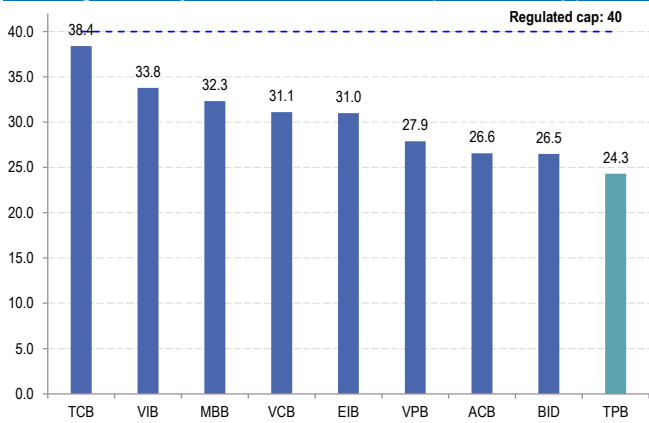
**Hình 31: Thông tư 08/2020 thay đổi tiến trình áp dụng SMLR mới**

	Thông tư 22/2019/NHNN	Thông tư 08/2020/NHNN
<b>40%</b>	Từ 01/01/2020 đến 30/09/2020	Từ 01/10/2020 đến 30/09/2021
<b>37%</b>	Từ 01/10/ 2020 đến 30/09/2021	Từ 01/10/2021 đến 30/09/2022
<b>34%</b>	Từ 01/10/2021 đến 30/09/2022	Từ 01/10/2022 đến 30/09/2023
<b>30%</b>	Từ 01/10/2022	Từ 01/10/2023

Source: SBV; BVSC

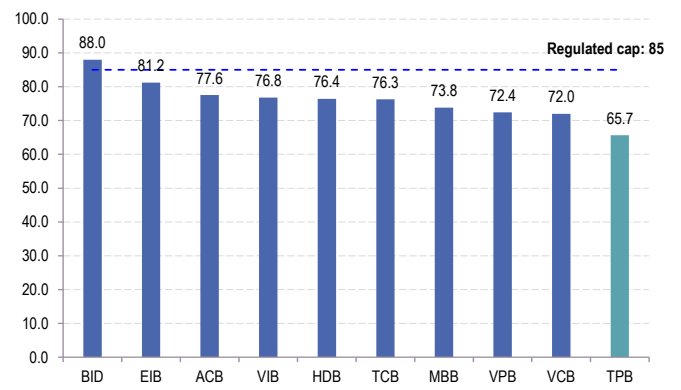
**Tỷ lệ SMLR thấp cho phép TPB mở rộng kinh doanh mảng bán lẻ.** TPB công bố tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn cuối năm 2019 (Thông tư 36) là 24,3%, thấp hơn nhiều so với giới hạn quy định là 40% và thấp nhất trong số các NH được chọn, mở đường cho ngân hàng thâm nhập thị trường cho vay trung và dài hạn (thể chấp nhà ở), phù hợp với chiến lược dài hơi của NH.

**Hình 32: Tỷ lệ SMLR của các NH cuối năm 2019 – TPB thấp nhất, mở đường cho NH này mở rộng trường cho vay bán lẻ dài hạn hơn (có thể chấp)**



Source: Bank data; BVSC; Unit: %

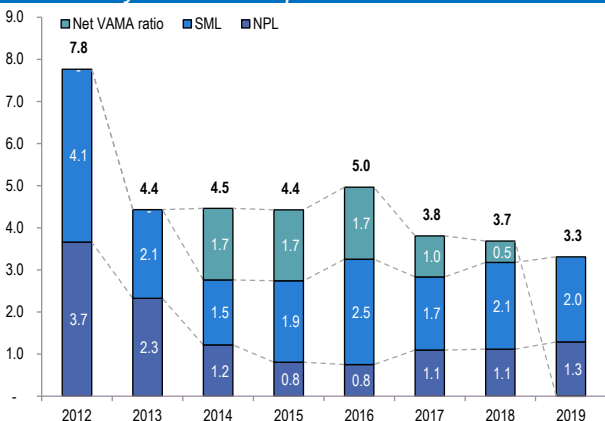
**Hình 33: Tỷ lệ cho vay/tiền gửi cuối 2019 (LDR; Thông tư 22) của các NH – TPB thấp nhất, có thể sử dụng để tối ưu hóa NIM**



Source: Bank data; BVSC; Unit: %

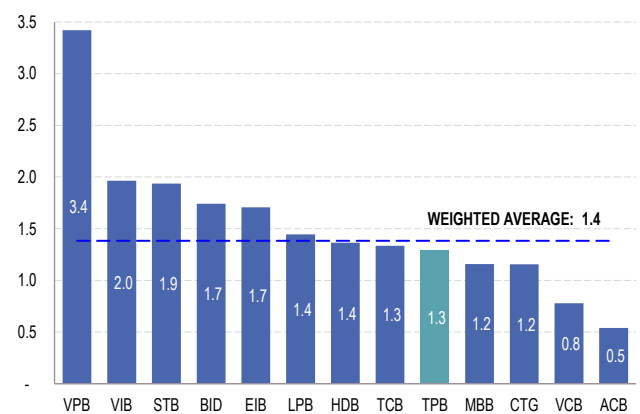
**Thông tư 22 là cơ hội giúp các NHTMCP tối ưu hóa NIM hơn nữa.** Thông tư 22/2019 đặt giới hạn tỷ lệ cho vay/tiền gửi mới (LDR) là 85% cho tất cả ngân hàng, có hiệu lực từ ngày 01/01/2020. Thông tư này thay thế cho Thông tư 36/2014, trong đó tỷ lệ cho vay/tiền gửi của NHTMNN là 90%, và NHTMCP là 80%. Mặc dù trần LDR mới có vẻ không thuận lợi cho khối NHTCMCP vốn có tỷ lệ cho vay/tiền gửi cao như BID (Hình 33), do sẽ phải giảm tăng trưởng cho vay và tăng tỷ trọng tiền gửi khách hàng hoặc phát hành giấy tờ có giá; các ngân hàng khác, đặc biệt là khối NHTMNN lại được hưởng lợi từ TT22, giúp giảm áp lực gia tăng tiền gửi và từ đó, giúp các NH này tối ưu hóa NIM thông qua việc thúc đẩy LDR. Tính đến cuối 2019, tỷ lệ LDR của TPB (TT 22) là 65,7%, thấp hơn nhiều so với các NH khác và mức giới hạn mới 85% (Hình 33), chúng tôi tin rằng điều này sẽ giúp NH tăng trưởng cho vay ổn định mà không phải chịu áp lực thanh khoản đáng kể.

**Hình 34: Rủi ro cho vay của TPB có xu hướng giảm khi NH này bắt toán trái phiếu VAMC vào cuối 2019**



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC; Đơn vị: %

**Hình 35: Tỷ lệ nợ xấu của các NH vào cuối 2019 – Nợ xấu của TPB thấp hơn mức bình quân gia quyền 1,4%**



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC; Đơn vị: %

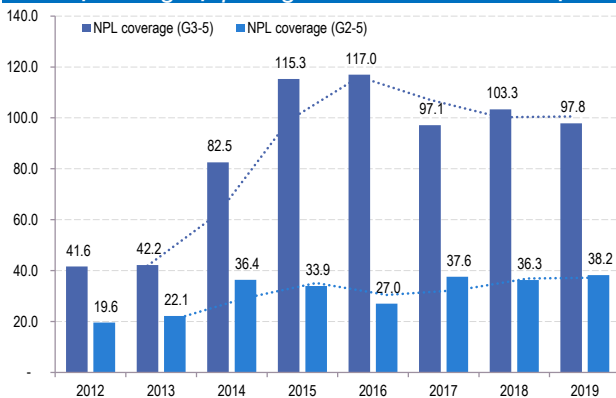
**Nợ xấu của TPB đang được kiểm soát tốt hơn so với chu kỳ trước.** Đến cuối năm 2019, tổng rủi ro cho vay của TPB ở mức 3,3%, thấp nhất trong giai đoạn FY12-19; trong đó, việc TPB nỗ lực tái toán trái phiếu VAMC là điểm nhấn. Đồng thời, nợ xấu và nợ cần chú ý (SML) vẫn trong tầm kiểm soát – Nợ xấu tăng nhẹ lên 1,3% từ 1,1% năm 2018, trong khi nợ cần chú ý (Nợ nhóm 2) giảm còn 2,0% từ 2,1% năm 2018. Chúng tôi biết rằng chất lượng tài sản của TPB được cải thiện sau khi tái cấu trúc thành công trong giai đoạn 2012-15 (Hình 35), minh chứng là NPL đã đạt mức thấp kỷ lục 0,8% năm 2015 so với 3,7% năm 2012. Chu kỳ nợ xấu mới của TPB hình thành, sau quá trình tích cực mở rộng hoạt động cho vay mua xe (Hình 36). Dù nợ xấu nhích dần lên mức 1,3% năm 2019, chúng tôi cho rằng chu kỳ nợ xấu mới lành mạnh và kiểm soát tốt hơn chu kỳ trước đó. Trong năm 2019, ngân hàng đã tích cực xóa 585,1 tỷ đồng nợ xấu mà theo chúng tôi, có liên quan đến các khoản vay không thể cấp, đặc biệt là từ thẻ tín dụng. Nhờ kết quả kinh doanh tăng trưởng trong các năm qua, chúng tôi cũng chứng kiến những nỗ lực của TPB trong việc làm “sạch” bảng cân đối kế toán, thể hiện qua việc tăng chi phí tín dụng lên 1,50% năm 2019 từ mức chỉ 0,56% năm 2015 (Hình 37).

**Hình 36: Nợ xấu của TPB theo mảng cho vay và sản phẩm giai đoạn 2017-19:**

	2017	2018	2019
MMLCs	2.31%	0.00%	0.62%
SMEs	0.83%	0.90%	0.88%
Individuals	1.11%	1.49%	1.67%
o.w.			
House lending	0.93%	0.60%	0.43%
Auto lending	1.24%	2.09%	2.70%
Credit card	0.00%	6.84%	0.00%
Others	1.33%	1.32%	2.55%

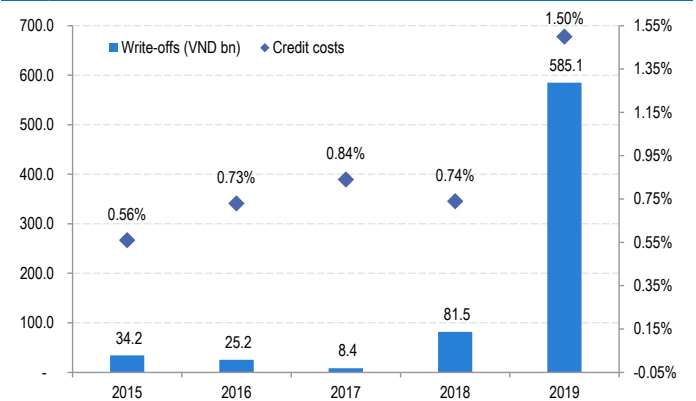
Nguồn: TPB; BVSC

**Hình 38: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giai đoạn 2015-19: TPB tích cực nâng dự phòng rủi ro lên mức lành mạnh**



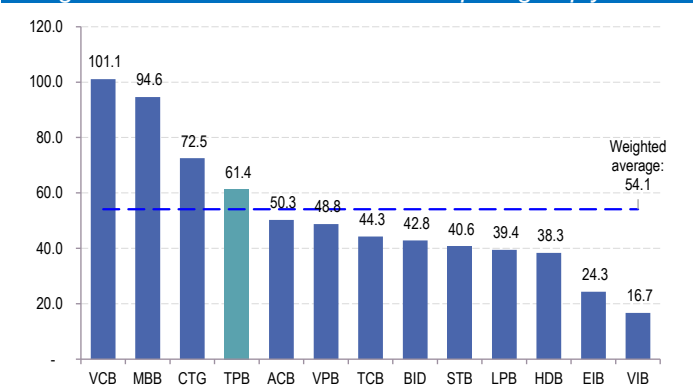
Nguồn: TPB; BVSC; Đơn vị: %

**Hình 37: Chi phí tín dụng và xóa nợ xấu của TPB giai đoạn 2015-19:**



Nguồn: TPB; BVSC

**Hình 39: Đệm dự phòng cụ thể các NH cuối 2019 – TPB vững chắc hơn các NH khác và bình quân gia quyền**

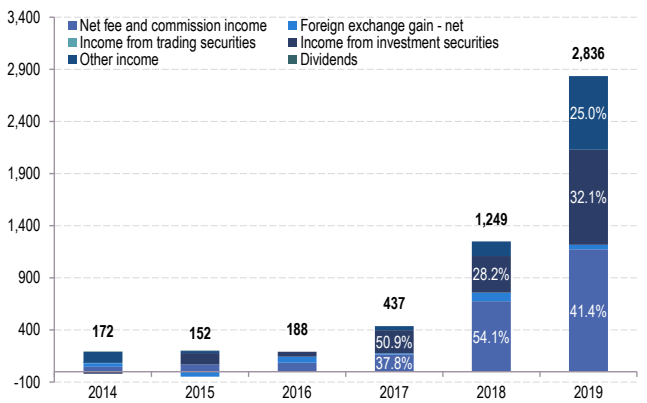


Nguồn: Dữ liệu NH; BVSC ước tính; ĐV: %; Đệm dự phòng cụ thể = chi phí dự phòng cụ thể thực tế/chi phí dự phòng cụ thể tối đa

**Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tốt; Đệm dự phòng cụ thể cao hơn các NH khác.** Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của TPB đã tăng mạnh lên 97,8% năm 2019 từ mức chỉ 41,6% năm 2012 (Hình 38), trong đó đệm dự phòng cụ thể ở mức ổn định 61,4%, cao hơn mức bình quân gia quyền là 54,1% (Hình 39).

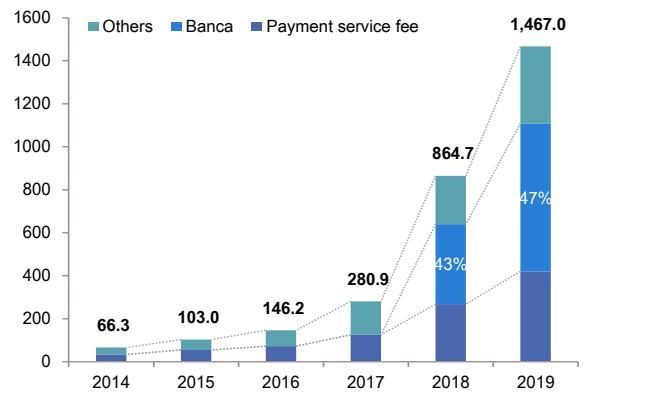
**Thu nhập ngoài lãi thuần của TPB (Noll) vượt trội, đặc biệt là trong 3 năm gần đây 2017-19 từ mức cơ sở thấp năm 2016.** Trong đó, động lực tăng trưởng Noll chính là (1) Thu nhập từ phí và dịch vụ tăng tốt với tốc độ tăng trưởng kép (CARG) giai đoạn 2017-19 là 1.322%, chiếm 41,4% Noll năm 2019; và (2) Thu nhập cao từ đầu tư chứng khoán, hưởng lợi trong bối cảnh lợi suất TPCP thấp. Ngoài các hoạt động cốt lõi, TPB đã ghi nhận đợt đầu tiên khoảng 900 tỷ đồng từ khoản phí trả trước một lần của thương vụ bancassurance độc quyền với Sunlife trong tháng 11/2019, nhằm phân phối các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ. Khoản còn lại với giá trị khoảng 900 tỷ đồng sẽ hỗ trợ cho thu nhập ngoài lãi của TPB trong 2020.

**Hình 40: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi của TPB trong FY14-19 – Thu nhập từ phí & DV cao và thu nhập tốt từ đầu tư chứng khoán nợ là động lực chính**



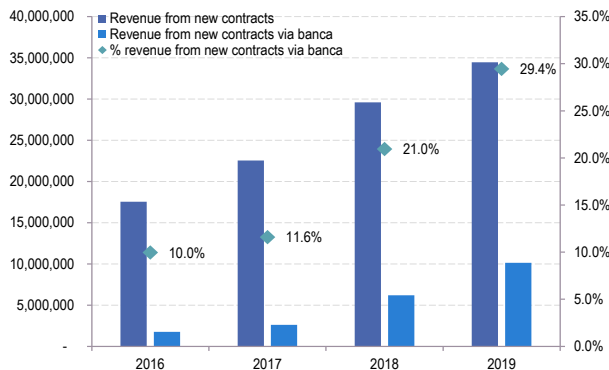
Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC; Đơn vị: tỷ

**Hình 41: Cơ cấu thu nhập thuần từ phí & DV của TPB trong FY14-19 – Phí dịch vụ tăng cao và banca bùng nổ là những động lực tăng trưởng NFI chính**



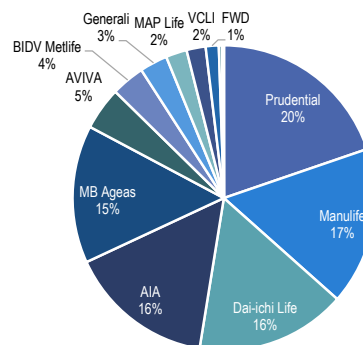
Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC

**Hình 42: Phí bảo hiểm qua banca tăng trưởng tốt với CARG trong FY16-19 là 79,6%**



Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC; Đơn vị: triệu đồng

**Hình 43: Bối cảnh cạnh tranh Banca vào cuối năm 2019:**

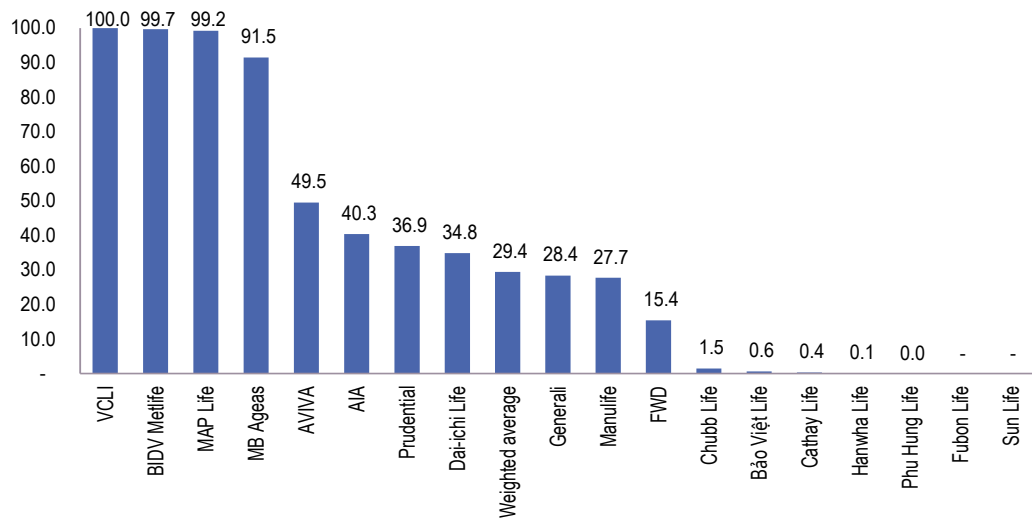


Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC

**Chúng tôi dự báo cạnh tranh trên thị trường banca Việt Nam sẽ ngày càng gia tăng và những thay đổi trong địa vị cạnh tranh giữa các công ty bảo hiểm.** Thị trường banca Việt Nam đã cho thấy tốc độ tăng trưởng cao với CAGR 2016-19 đạt 79,6% so với 25,2% của thị trường chung. Theo đó, tỷ lệ hợp đồng mới qua kênh banca đã tăng nhanh, từ 10,0% năm 2016

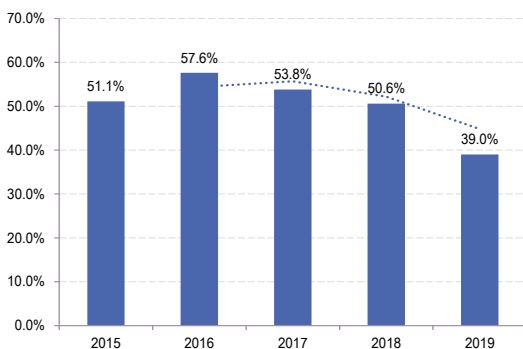
lên 29,4% năm 2019; tuy nhiên vẫn thấp hơn mức trung bình APAC là 40%. Chúng tôi kỳ vọng sự thâm nhập sâu hơn của banca cùng với độ thâm nhập bảo hiểm ở Việt Nam thấp và do đó, banca trở thành nguồn tạo phí chính trong tương lai. Chúng tôi kỳ vọng sự thay đổi trong định vị cạnh tranh trên thị trường giữa các công ty bảo hiểm, đặc biệt khi FWD chính thức bắt đầu hợp tác độc quyền banca với VCB trong thời gian tới. BVSC cũng nhận thấy những áp lực cạnh tranh tiềm ẩn trong thị trường banca Việt Nam – lấy mối quan hệ đối tác banca độc quyền giữa Sunlife và TPB làm ví dụ – Sunlife (công ty bảo hiểm Canada) đã trả khoản phí trả trước khá cao, khoảng 1,8 nghìn tỷ để độc quyền tiếp cận tệp khách hàng của TPB so với TCB (hợp tác với Manulife; 1.446 tỷ), VPB (với AIA; 1.600 tỷ). Mặc dù chúng tôi biết rằng độ nhận diện thương hiệu của TPB có thể kém hơn so với TCB và VPB, chúng tôi cho rằng Sunlife sẵn sàng trả phí up-front cao hơn là nhờ hệ thống công nghệ vốn là thế mạnh của TPB cũng như khả năng vượt trội trong việc thu hút khách hàng mới của ngân hàng này. Phí tiếp cận khá lớn cũng cho thấy tham vọng to lớn của Sunlife trong việc củng cố tham vọng của mình trên thị trường Việt Nam. Theo BVSC, để mở rộng thị phần ở Việt Nam, Sunlife có lẽ sẽ phải thực hiện nhiều chương trình quảng bá quy mô lớn và thiết kế các sản phẩm đặc biệt.

**Hình 44: Tỷ lệ phí bảo hiểm mới qua kênh banca của các công ty bảo hiểm tính đến cuối 2019:**



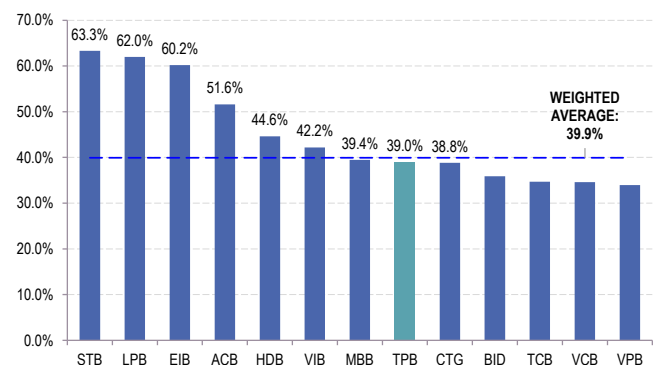
Nguồn: Dữ liệu và ước tính của BVSC; Đơn vị: %

**Hình 45: TPB kiểm soát chặt chẽ để CIR giảm trong GD FY15-19**



Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC

**Hình 46: CIR của các NH cuối năm 2019: TPB tiệm cận mức bình quân gia quyền 39,9%**



Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC



**TPB đã đưa hệ số CIR ở mức khoảng 40%, mục tiêu duy trì ở mức này để tiếp tục số hóa hệ thống cốt lõi, trước khi giảm xuống mức thấp hơn.** Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) của TPB đã giảm mạnh từ 55,6% năm 2014 xuống còn 39,0% năm 2019, hay 43,6% năm 2019 nếu không tính khoản thu bất thường 900 tỷ đồng từ phí trả trước, cao hơn một chút so với mức bình quân gia quyền toàn ngành. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây là điều đáng khích lệ do TPB là ngân hàng nhỏ có lợi thế quy mô kinh tế thấp hơn so với các ngân hàng quy mô lớn. Cơ cấu OPEX cho thấy chi phí liên quan đến nhân viên bắt buộc chiếm tỷ lệ lớn nhất (55,0% OPEX 2019). Trung khi chi phí quản lý được kiểm soát chặt chẽ, giảm từ 34,3% năm 2014 xuống 28,2% năm 2019, chi phí tài sản được kiểm soát tốt ở mức khoảng 15% OPEX năm 2019. Trong tương lai, TPB dự báo hệ số CIR sẽ chứng lại ở mức khoảng 40,0% trong 2 năm tới để hỗ trợ cho quá trình số hóa của mình trước khi có thể tối ưu hóa hơn nữa về mức thấp hơn.

## Tăng trưởng lợi nhuận 2020 giảm tốc trong bối cảnh đại dịch...

Chúng tôi đưa ra dự báo KQKD năm 2020 cho TPB, với LNTT đạt 4.121 tỷ đồng (+ 6,5% YoY), chủ yếu nhờ mở rộng NII, lợi nhuận vững chắc từ đầu tư chứng khoán, kinh doanh ngoại hối và phần còn lại của hợp đồng banca độc quyền. Dự báo thu nhập dựa trên các giả định chính sau:

- **Tăng trưởng cho vay** - Chúng tôi dự báo cho vay khách hàng năm 2020 của TPB tăng trưởng 11% YoY; trong đó, chúng tôi kỳ vọng cho vay bán lẻ sẽ tăng trở lại trong 2H20, đặc biệt là trong mùa cao điểm của cho vay mua nhà và ô tô, điển hình là trong Quý 4. Chúng tôi dự báo cho vay khối doanh nghiệp lớn và SME tăng trưởng lần lượt 6,5% và 25% YoY; chỉ là một sự thay đổi tạm thời trong năm 2020 do Covid-19.
- **Tăng trưởng huy động** - Chúng tôi dự báo tăng trưởng tiền gửi khách hàng năm 2020 của TPB là 12% YoY; trong đó, chúng tôi dự phóng CASA mở rộng lên 16,5% so với 15,5% năm 2019, sau số hóa nhanh chóng giữa các ngân hàng phần lớn do đại dịch Covid-19. Theo quan điểm của chúng tôi, TPB có vị thế cạnh tranh để hưởng lợi xu hướng số hóa, nhờ vào lợi thế đi đầu và hiểu biết tốt hơn trong lĩnh vực ngân hàng kỹ thuật số.
- **Biên lãi ròng (NIM)** - Chúng tôi dự phóng NIM năm 2020 là 4,18%, giảm nhẹ 3 bps so với 4,21% trong năm 2019, chủ yếu do lợi suất IEA thấp hơn (-33 bps; TPB đưa ra mức lãi suất ưu đãi cũng như cơ cấu lại cho vay hỗ trợ khách hàng trong thời kỳ đại dịch), một phần được bù đắp bởi chi phí tài trợ thấp hơn 4,38% (-19 bps YoY). Do đó, thu nhập lãi thuần sẽ đạt 6.678,9 tỷ (+18,6% YoY).
- **Thu nhập ngoài lãi (Noll)** - Chúng tôi dự báo năm 2020 đạt 2.954 tỷ, chủ yếu nhờ kết hợp của (1) 900 tỷ còn lại của khoản phí trả trước một lần từ hợp đồng với banca độc quyền Sunlife, và (2) Lãi mạnh từ giao dịch ngoại hối là 251,2 tỷ (+4,7 lần YoY) bù đắp hoàn toàn cho sự sụt giảm thu nhập từ phí thuần và hoa hồng xuống còn 766,1 tỷ (-28,6% YoY). Về thuần, BVSC dự báo tổng thu nhập hoạt động năm 2020 tăng 12,2% YoY lên 9.632,7 tỷ.

- **Hệ số CIR** - BVSC kỳ vọng hệ số CIR năm 2020 của TPB sẽ về mức 42,0% so với 42,7% trong 1H20 và 39,0% năm 2019 và do đó, tổng chi phí hoạt động sẽ ở khoảng 4.045,7 tỷ(+18,2% YoY). Theo đó, LN trước dự phòng năm 2020 là 5.587,0 tỷ (+ 8,1% YoY).
- **Chi phí tín dụng** - Chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng vẫn ở mức cao khoảng 1,5%, do dự báo nợ xấu có xu hướng tăng lên mức 1,93% năm 2020 vs 1,29% năm 2019. Theo đó, tỷ lệ LLRC tốt hơn là 124,9% cho các khoản nợ Nhóm 3-5 và 61,1% cho các khoản nợ Nhóm 2-5.

Tựu chung lại, BVSC dự báo LNST-CĐTS của TPB là 3.295,5 tỷ (+6,5% YoY), theo đó: (1) EPS đạt 4.036 đồng /cp; (2) BVPS đạt 20.339 đồng/ cp; (3) ROAA là 1,86%; và (4) ROAE là 22,2%.

*Hình 47: Dự báo KQKD năm 2020-21 của TPB:*

Tỷ VND	FY19	FY20F	FY21F	FY20 Y-o-Y	FY21 Y-o-Y
Thu nhập từ lãi ròng (NII)	5,633	6,679	8,282	18.6%	24.0%
Thu nhập ngoài lãi (Noll)	2,955	2,954	2,571	0.0%	-12.9%
Tổng thu nhập hoạt động	8,588	9,633	10,853	12.2%	12.7%
Chi phí hoạt động	(3,422)	(4,046)	(4,613)	18.2%	14.0%
CIR %	39.8%	42.0%	42.5%	5.4%	1.2%
LN trước chi phí dự phòng	5,166	5,587	6,240	8.1%	11.7%
Chi phí dự phòng	(1,298)	(1,468)	(1,483)	13.1%	1.0%
LNTT	3,868	4,119	4,758	6.5%	15.5%
<b>Các chỉ số chính:</b>	<b>FY17</b>	<b>FY18</b>	<b>FY19</b>	<b>FY20F</b>	<b>FY21F</b>
ROAE %	15.6%	20.9%	26.1%	22.2%	20.6%
ROAA %	0.84%	1.39%	2.06%	1.86%	1.88%
NIM %	2.98%	3.77%	4.21%	4.18%	4.43%
NPL %	1.10%	1.12%	1.29%	1.93%	1.63%
Credit costs %	0.84%	0.74%	1.50%	1.45%	1.27%

Nguồn: BVSC dự phóng

## ... các mảng kinh doanh cốt lõi phục hồi tốt hậu dịch Covid-19

Cho năm 2021, chúng tôi kỳ vọng LNTT của TPB sẽ tăng đáng kể 15,5% YoY lên 4.758 tỷ, nhờ sự kết hợp của các khoản cho vay khách hàng trở lại quỹ đạo tăng trưởng cao, NIM cải thiện và thu nhập từ phí và hoa hồng banca phục hồi đáng kể. Dự báo lợi nhuận của BVSC dựa trên các giả định chính sau: (1) Dự báo tăng trưởng cho vay khách hàng năm 2021 của TPB là 20% YoY. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng cho vay cá nhân sẽ tiếp tục đà tăng trưởng mạnh mẽ, chủ yếu nhờ cho vay mua nhà 30% YoY và cho vay mua ô tô 15% YoY, phù hợp với chiến lược dài hạn của ngân hàng là thâm nhập sâu hơn vào cho vay bán lẻ. Điều đó nói rằng, chúng tôi kỳ vọng cho vay đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ và MMLC sẽ tăng trưởng với tốc độ chậm hơn là 12% và 5% so với 25% và 6,5% năm 2019; (2) NIM phục hồi, nhờ tối ưu hóa hơn nữa cấu trúc IEA (tăng tỷ trọng cho vay khách hàng); (3) Noll giảm 12,9% YoY, chủ yếu do không có thu nhập một lần (loại trừ khoản lãi một lần, FY21 Noll tăng trở lại đáng kể 25,2% YoY), với việc tiếp tục thu nhập từ phí dịch vụ và banca là động lực chính; (4) Hệ số CIR được giả định sẽ tăng nhẹ lên 42,5% so với 42,0% năm 2020; và (5) Chi phí dự phòng phải gần như đi ngang so với nền mức cao năm 2020 và do đó, chi phí tín dụng sẽ ở mức cao 1,27% năm 2021 so với 1,45% năm 2020, do chúng tôi nhận thấy áp lực nợ xấu tăng sau Covid-19. Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận của TPB tăng 15,5% YoY lên 3.806 tỷ, tương ứng với: (1) EPS là VND4.661/cp; (2) BVPS VND24,992/ cp; (3) ROAA của 1,88%; và (4) ROAE duy trì ở mức cao 20,6%.

## Định giá:

Chúng tôi áp dụng kết hợp có tỷ trọng bằng nhau, bao gồm: (1) Thu nhập thặng dư (RI) và (2) P/B để xác định giá trị vốn chủ sở hữu hợp lý của TPB. Trong mô hình RI, chúng tôi áp dụng chiết khấu định giá 15%, bao gồm 5% cho tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư ngoại (FOL) đối của cổ phiếu đã đầy và (2) 10% đối với ngân hàng quy mô nhỏ. Theo đó, giá mục tiêu 1 năm (TP) của chúng tôi là 25.600 đồng/ cổ phiếu, định giá TPB ở mức P/B năm 2021F là 1,02x.

*Hình 48: Tóm tắt định giá*

Phương pháp	Tỷ trọng	Fair Value	Results
Thu nhập thặng dư (RI)	50,0%	27.444	13.700
P/BV tại mức mục tiêu 1,17x	50,0%	23.772	11.900
<b>Giá mục tiêu 1 năm (VND/cp)</b>			<b>25.600</b>
Current Price (VND/ share)			23.700
<b>Upside Potential (%)</b>			<b>8,0%</b>
FY20 P/BV tại mức giá mục tiêu			1,26x
FY21 P/BV tại mức giá mục tiêu			1,02x

Source: BVSC

## Khuyến nghị:

TPB đóng cửa ở mức VND23.700/cổ phiếu vào ngày 23/9/2020, giao dịch ở mức P/E và P/B năm 2020 là 5,87x và 1,17x và năm 2021 là 5,08x và 0,95x với ROAE trung bình năm 2020-21 là 21,4%. Chúng tôi đưa ra quan điểm **NEUTRAL** đối với TPB với mức giá mục tiêu 1 năm là **25.600 đồng/cp** (tiềm năng tăng giá 8,0%), định giá cổ phiếu ở mức P/B năm 2020 và 2021 lần lượt là 1,26x và 1,02x. TPB là ngân hàng bán lẻ quy mô nhỏ, hiện đại, am hiểu công nghệ với thế mạnh chủ chốt trong thị trường cho vay mua nhà và ô tô, sử dụng phương pháp cho vay theo chuỗi giá trị. BVSC tin rằng TPB có vị thế mạnh mẽ để phục hồi sau đại dịch Covid-19 nhờ thanh khoản và nền tảng vốn vững chắc hơn, nhờ quan tâm đến ngân hàng kỹ thuật số. Điều này cho phép TPB không những theo đuổi chiến lược dài hạn mà còn thâm nhập hơn nữa mảng cho vay bán lẻ có bảo đảm, đặc biệt là thế chấp nhà ở, bổ sung cho việc tăng trưởng thu nhập từ lãi; mà còn mở rộng cơ sở khách hàng trong bối cảnh gia tăng nhanh chóng của xu hướng số hóa ngành ngân hàng và do đó, thúc đẩy tăng thị phần, CASA và thu nhập ngoài lãi. Chu kỳ NPL hiện tại có vẻ lành mạnh hơn so với chu kỳ trước, trang bị tốt với LLRC tốt và đệm dự phòng cụ thể ở mức cao.

## CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

<b>Kết quả kinh doanh</b>					
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Tổng thu nhập hoạt động	3.610	5.627	8.588	9.633	10.853
Tổng chi phí hoạt động	-1.942	-2.847	-3.422	-4.046	-4.613
LN HĐ trước dự phòng	1.668	2.780	5.166	5.587	6.240
Chi phí dự phòng	-462	-522	-1.298	-1.468	-1.483
<b>LNST - CĐTS</b>	<b>964</b>	<b>1.805</b>	<b>3.094</b>	<b>3.296</b>	<b>3.806</b>

<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	1.177	1.332	1.655	1.954	2.200
TK ở NHNN	2.364	4.693	7.761	8.615	10.338
Tiền gửi ở các NH khác	22.590	16.341	21.024	20.702	23.186
Khoản vay KH thuần	62.748	76.295	94.435	103.605	123.496
Chứng khoán đầu tư	25.465	24.900	26.075	31.281	34.405
<b>Tổng tài sản</b>	<b>124.119</b>	<b>136.179</b>	<b>164.594</b>	<b>188.888</b>	<b>216.370</b>
Tiền gửi và khoản vay từ NHNN	1.082	4.752	828	1.452	2.598
Tiền gửi từ các TCTC khác	40.757	33.491	40.214	45.442	47.714
Tiền gửi khách hàng	70.299	76.138	92.439	103.532	119.062
Vốn cổ đông	6.677	10.622	13.075	16.608	20.408
<b>Tổng nợ phải trả và vốn CSH</b>	<b>124.119</b>	<b>136.179</b>	<b>164.594</b>	<b>188.888</b>	<b>216.370</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>					
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng cho vay KH	36%	22%	24%	11%	20%
Tăng trưởng tiền gửi KH	28%	8%	21%	12%	15%
Tăng trưởng tổng tài sản	17%	10%	21%	15%	15%
Tăng trưởng vốn cổ đông	18%	59%	23%	27%	23%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
NIM (%)	2,98%	3,77%	4,21%	4,18%	4,43%
ROA (%)	0,84%	1,39%	2,06%	1,86%	1,88%
ROE (%)	15,59%	20,87%	26,11%	22,21%	20,57%
<b>Chất lượng tài sản</b>					
NPL (%)	1,10%	1,12%	1,29%	1,93%	1,63%
Dự phòng tổn thất cho vay (LLR)	97%	103%	98%	125%	188%
<b>Thanh khoản</b>					
Khoản vay KH/Tổng TS	51%	57%	58%	56%	59%
Pure LDR	90%	101%	103%	103%	107%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	1.649	2.107	3.606	4.036	4.661
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.299	12.287	15.028	20.339	24.992

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Đăng Mạnh**, 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

##### Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

##### Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

##### Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

##### Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

##### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

##### Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhoa@baoviet.com.vn

##### Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

##### Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

##### Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

##### Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

##### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888