

Ngân Hàng

Cập Nhật

Ngày 9, tháng 7, 2020

Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**

Giá mục tiêu (12T, VNĐ) **24.700 ↓**

Giá hiện tại (09/07/20, VNĐ) **20.950**

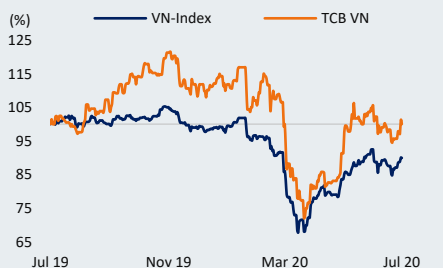
Lợi nhuận kỳ vọng **17,9%**

LNST (20F, tỷ) 9.086
Kỳ vọng thị trường (20F, tỷ) 10.639

Tăng trưởng EPS (20F, %) -9.8
Tăng trưởng EPS thị trường (20F, %) 3.0
P/E (20F, x) 7.6
P/E thị trường (20F, x) 14.1
VN INDEX 876

Vốn hóa (VNĐ tỷ) 72.453
SLCP lưu hành (triệu) 3.5
Tỷ lệ CP trôi nổi (%) 70.0
Sở hữu NĐTNN (%) 22.5
Beta (12M) 1.1
Thấp 52 tuần 14
Cao 52 tuần 25.5

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.8	-9.5	1.2
Tương đối	-0.2	0.0	11.2



Mirae Asset (Việt Nam) LLC

[Ngân Hàng]

Nguyen Nguyen

+84-028-3910-2222 (#322)

nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB VN)

Báo Cáo Cập Nhật

Tóm tắt KQKD 1Q20

Nhìn chung, ảnh hưởng từ dịch bệnh vẫn chưa được phản ánh hoàn toàn vào báo cáo tài chính của các ngân hàng nói chung và TCB nói riêng trong quý 1. Trong quý đầu năm, tổng tài sản ngân hàng tăng 2,1% YTD lên 391,8 nghìn tỷ. Tổng tài sản sinh lời (IEA) và tín dụng tăng lần lượt 1,7% và 4,1% YTD.

Sức khỏe bằng cân đối của TCB có nhiều sự cải thiện trong quý 1 nhằm đề phòng các rủi ro liên quan đến dịch bệnh. Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu mở rộng giảm mạnh xuống 1,1% và 2,1% trong quý 1 so với mức 1,3% và 2,3% vào cuối năm 2019. Tăng cường trích lập trong quý 1 cũng giúp tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng đáng kể, đạt 118%. Các chỉ số tài chính khác của ngân hàng cũng ghi nhận nhiều cải thiện như tỷ lệ huy động ngắn hạn cho vay trung và dài hạn và tỷ lệ an toàn vốn (CAR).

Quan điểm đầu tư

Các chỉ số sức khỏe và hiệu quả hoạt động của TCB có phần nhỉnh hơn so với nhóm ngân hàng mà chúng tôi theo dõi. Ngoài việc sở hữu NIM tương đối cao so với ngành, TCB có danh mục tín dụng khá linh động và còn nhiều chỗ trống cho việc tái cơ cấu nhằm hỗ trợ thu nhập từ lãi trong bối cảnh gặp nhiều khó khăn từ dịch bệnh. Tỷ lệ an toàn vốn cao cũng là một lợi thế cho ngân hàng trong việc nắm bắt kịp thời cơ hội tăng trưởng tín dụng mà không phải quá bận tâm đến các rủi ro về tính thanh khoản. Doanh thu từ dịch vụ tư vấn và bảo lãnh phát hành trái phiếu được kỳ vọng vẫn tăng trưởng trong năm 2020 khi các ngân hàng hạn chế cho vay các khoản lớn nhằm tránh rủi ro tập trung, thì kênh phát hành trái phiếu (đặc biệt là các doanh nghiệp lớn) trở thành một trong các kênh huy động vốn dài hạn tối ưu. Ngoài ra, TCB là một trong những ngân hàng có cơ cấu thu nhập đa dạng – ít phụ thuộc vào thu nhập lãi – so với ngành.

Một số rủi ro chính của TCB bao gồm: 1/ rủi ro tập trung vẫn được đánh giá là yếu tố chính có ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng của ngân hàng, khi phần lớn dư nợ được giải ngân vào các tài sản rủi ro tập trung cao như bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp (TPDN); 2/ tăng trưởng thu nhập của TCB sẽ gặp nhiều trở ngại vì ảnh hưởng từ dịch, thu nhập từ lãi giảm và chi phí dự phòng tăng cao.

Định giá

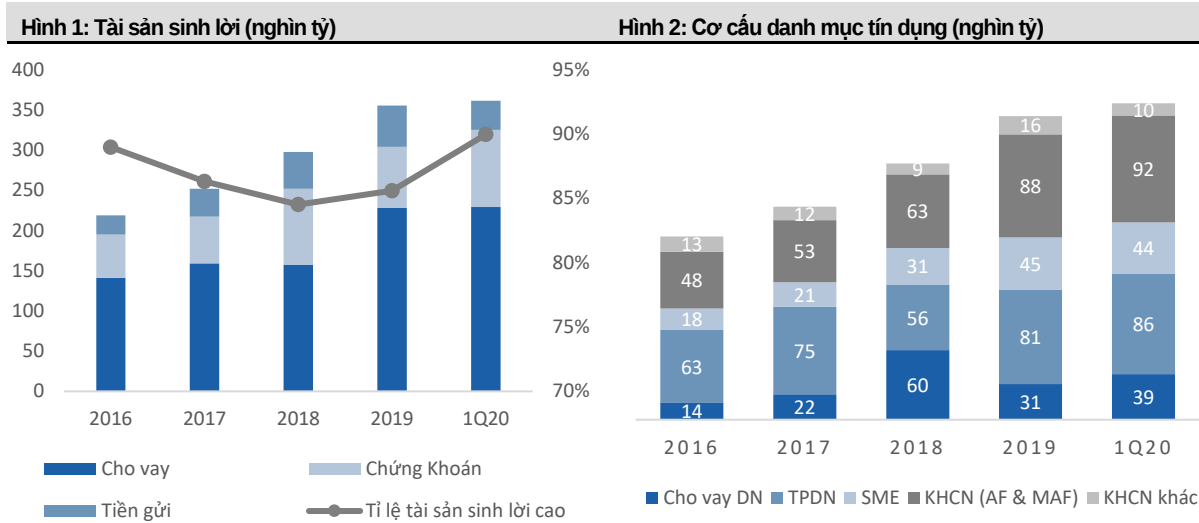
Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu cho cổ phiếu TCB xuống 24,700 đồng (-20,1%) dựa trên các điều chỉnh thu nhập dự phóng của ngân hàng. Lợi nhuận ròng năm 2020 ước đạt là 9,2 nghìn tỷ, giảm 9,7% YoY và 26% so với dự phóng trước, do giảm dự phóng tăng trưởng tín dụng, thu nhập từ lãi, cũng như tăng chi phí tín dụng. Giá mục tiêu mới tương đương với mức P/B trượt là 1,2x – mức trung bình 2 năm. Chúng tôi đồng thời hạ khuyến nghị cho cổ phiếu TCB từ Mua xuống Tăng Tỷ Trọng.

TCB hiện đang được giao dịch ở mức 1,1x P/B, khá thấp so với các ngân hàng tư nhân khác trong nhóm theo dõi như ACB (1.3x), HDB (1.2x), VPB (1.2x) và MBB (0.9x). Không chỉ riêng TCB, định giá của nhóm ngân hàng đã bị điều chỉnh khá sâu từ mức trung bình là 1.4x về mức 1.2x, phần nào phản ánh lo ngại của nhà đầu tư về nợ xấu và chi phí nợ xấu sẽ tăng cao trong các quý sau.

	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần (VNĐ tỷ)	11.127	14.542	15.406	17.665	19.871
Thu nhập khác (VNĐ tỷ)	7.223	6.794	6.247	6.874	7.405
Tổng thu nhập thuần (VNĐ tỷ)	10.661	12.443	11.589	14.656	16.829
LNST (VNĐ tỷ)	8.474	10.226	9.271	11.725	13.463
EPS (VNĐ)	5.530	2.420	2.878	2.596	3.283
P/E (x)	8,6	10,1	7,6	6,0	5,2
Giá trị sổ sách CP (VNĐ)	14.809	17.508	20.253	23.439	27.097
P/B (x)	1,7	1,6	1	0,8	0,7
ROE (%)	21,5	17,4	13,7	15	14,9

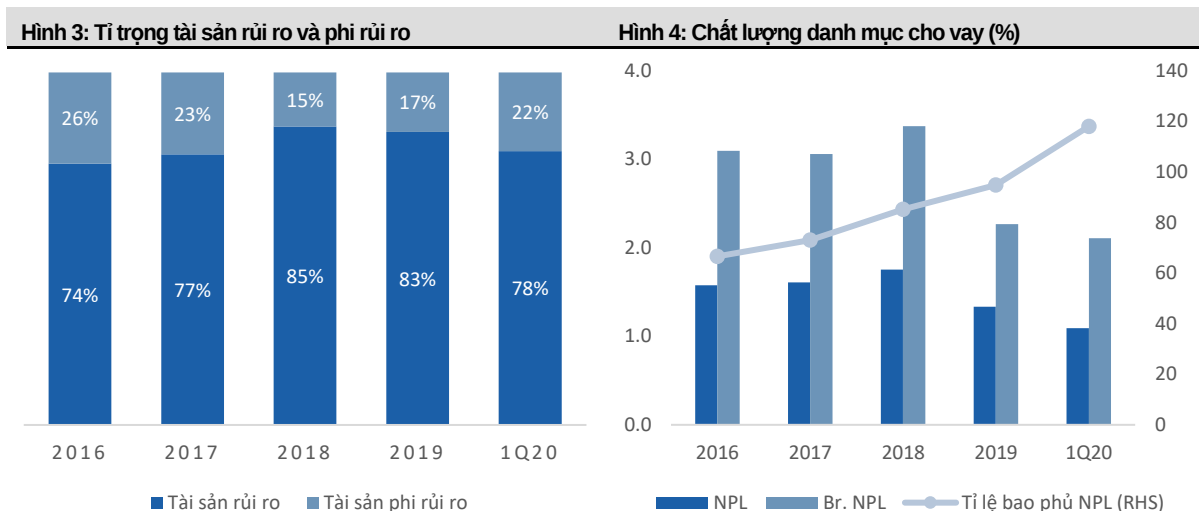
Nguồn: dữ liệu công ty, Bloomberg, MAS VN dự phóng

Tóm tắt KQKD 1Q20



Nhìn chung, ảnh hưởng từ dịch bệnh vẫn chưa được phản ánh hoàn toàn vào báo cáo tài chính của các ngân hàng nói chung và TCB nói riêng trong quý 1. Trong quý đầu năm, tổng tài sản ngân hàng tăng 2,1% YTD lên 391,8 nghìn tỷ. Tổng tài sản sinh lời (IEA) và tín dụng tăng lần lượt 1,7% và 4,1% YTD. Tăng trưởng bằng cân đối của TCB vẫn đang vượt trội so với toàn ngành với tăng trưởng tín dụng khiêm tốn ở mức 0,68%.

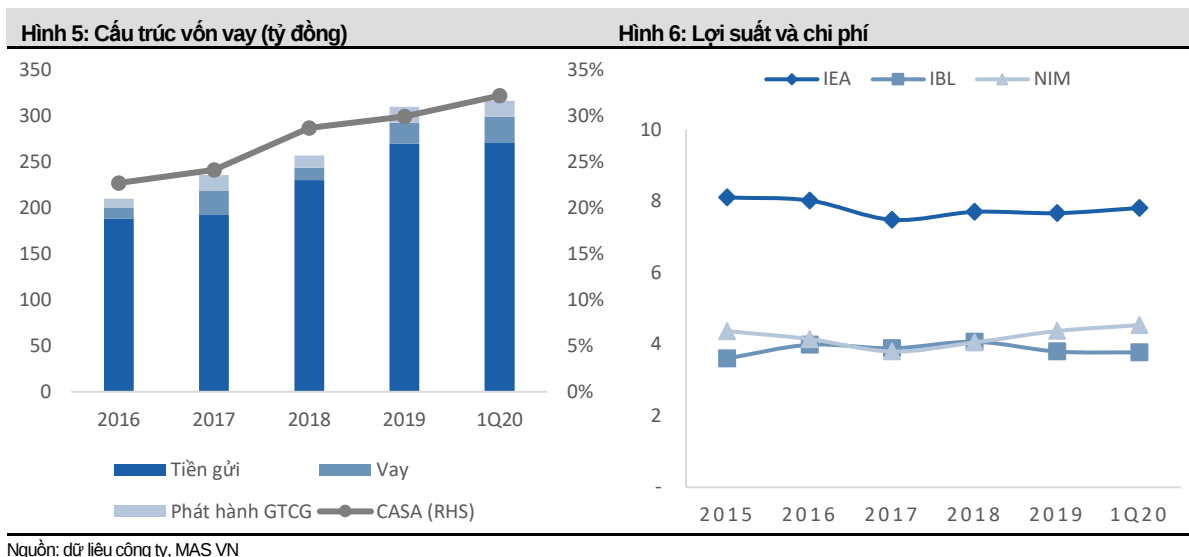
Ngân hàng bán buôn là nhân tố dẫn dắt trong 1Q20. Trong khi danh mục chứng khoán kinh doanh đi ngang, chứng khoán đầu tư ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ với 30% YTD, đạt 85,4 nghìn tỷ. Khoản tăng chứng khoán đầu tư (19,3 nghìn tỷ) bao gồm trái phiếu chính phủ (12,4 nghìn tỷ) và trái phiếu doanh nghiệp (8,4 nghìn tỷ).



Sức khỏe bảng cân đối của TCB có nhiều sự cải thiện trong quý 1 nhằm đề phòng các rủi ro liên quan đến dịch bệnh. Dư nợ bất động sản (BDS) được giữ nguyên ở mức 172 nghìn tỷ, bao gồm 90 nghìn tỷ (+4,3% YTD) tín dụng được cấp cho các doanh nghiệp và 82 nghìn tỷ (-4,2% YTD) vay mua nhà. Tổng dư nợ cho ngành BDS hiện chiếm khoảng 63,4% tổng danh mục tín dụng của TCB, giảm 2,5%p. Ngoài ra, tỉ lệ nợ xấu (NPL) và tỉ lệ nợ xấu mở rộng (Br. NPL – bao gồm nợ nhóm 2) giảm mạnh xuống 1,1% và 2,1% trong quý 1 so với mức 1,3% và 2,3% vào cuối năm 2019. Tăng cường trích lập trong

quý 1 cũng giúp tỉ lệ bao phủ nợ xấu tăng đáng kể, đạt 118% (cao nhất trong vòng 7 năm trở lại đây).

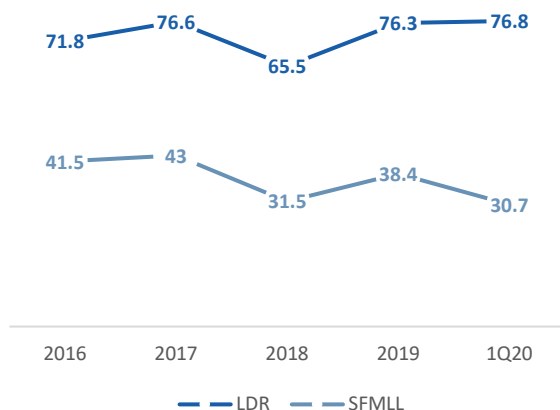
Điểm đáng lưu ý là tỉ lệ rủi ro tập trung của TCB tăng trở lại trong quý 1. Theo như các ngân hàng trong nhóm quan sát của chúng tôi, đa số giải ngân mới là doanh nghiệp vì cả nhu cầu tín dụng của khối khách hàng cá nhân trong giai đoạn này không cao liên quan đến thu nhập bị ảnh hưởng và các ngân hàng cũng ngại rủi ro nợ xấu. Đa phần giải ngân mới trong quý một là cho các doanh nghiệp có lịch sử nợ tốt và khả năng tài chính cao. Tỉ lệ tín dụng cho khách hàng lớn của ngân hàng tăng 3,4%p YTD lên mức 46,1%.



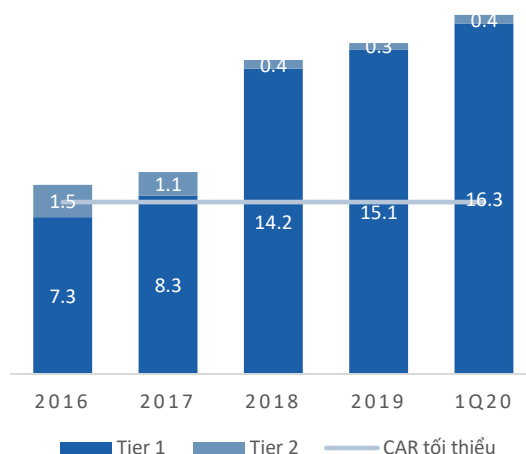
Khả năng huy động vốn giá rẻ vẫn là một trong những thế mạnh của TCB so với các ngân hàng khác. Cấu trúc của nguồn vốn vay chịu lãi (IBL) không có nhiều thay đổi với 74,3% đóng góp từ tiền gửi và 11,5% từ nguồn liên ngân hàng. Thông thường, chi phí huy động từ tiền gửi cao nhưng nhờ và tỉ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) cao với 32,2%, chi phí huy động TCB chỉ xếp thứ hai trong nhóm ngân hàng sau Vietcombank (VCB) kể cả khi các ngân hàng quốc doanh có khả năng huy động tốt từ Ngân Hàng Nhà Nước (NHNN).

Như được dự báo, biên lãi thuần (NIM) của TCB tiếp tục mở rộng trong quý 1. Chỉ số này của TCB đạt 4,53%, tăng 16bps YTD nhờ vào: 1/ lãi suất trên tài sản sinh lời tăng 15bps; 2/ lãi suất trên IBL giảm nhẹ 2bps YTD; 3/ đòn bẩy tài chính giảm nhẹ.

Hình 7: LDR và SFMLL (%)



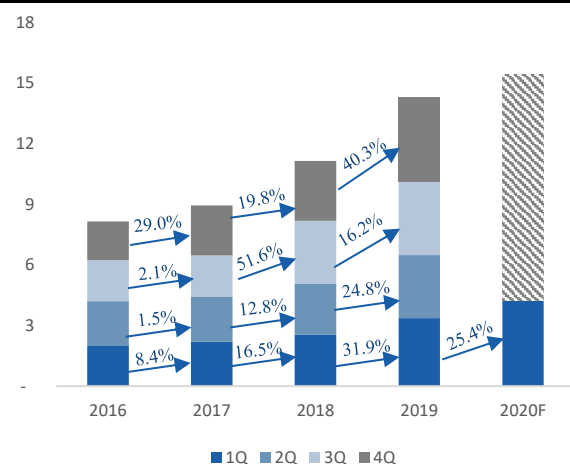
Hình 8: CAR (%)



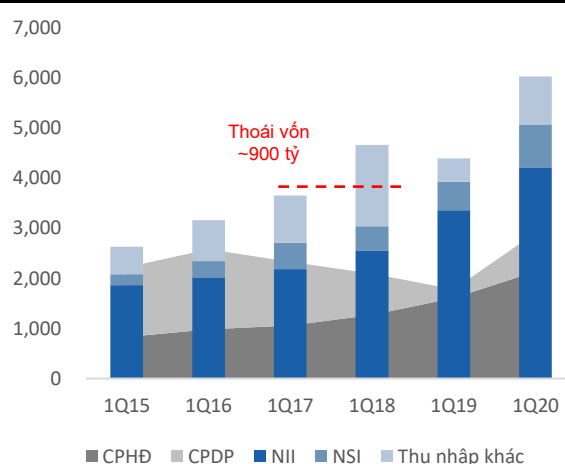
Nguồn: dữ liệu công ty, MAS VN

Các chỉ số tài chính khác của ngân hàng cũng ghi nhận nhiều cải thiện. Tỷ lệ cho vay trên tiền gửi (LDR) tăng nhẹ 0,5%p YTD, thấp hơn nhiều so với mức trần mới được NHNN đưa ra vào cuối năm trước là 85% (Thông tư 22/2019/TT-NHNN). Qua đó giúp ngân hàng có nhiều cơ hội tăng trưởng danh mục cho vay bù đắp vào ảnh hưởng dịch bệnh lên thu nhập ngân hàng khi điều kiện thuận lợi. Tỷ lệ cho vay ngắn hạn trên vốn vay trung và dài hạn (SFMLL) cũng cải thiện đáng kể, giảm từ mức 38,4% xuống còn 30,7% trong quý 1, thấp hơn so mức quy định mới được áp dụng kể từ đầu tháng 10 năm nay là 37%. Việc giảm chỉ số SFMLL phần nào giảm bớt áp lực huy động vốn dài hạn (chi phí cao) và giảm rủi ro thanh khoản. Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) tăng nhẹ lên mức 16,7%, nằm trong nhóm có chỉ số CAR cao nhất ngành. Tóm lại, LDR thấp giúp TCB linh hoạt hơn trong cấu trúc danh mục tín dụng nhằm hỗ trợ NIM trong giai đoạn khó khăn, trong khi SFMLL thấp và CAR cao giúp ngân hàng trụ vững đặc biệt trong vấn đề thanh khoản khi bối cảnh thị trường chung còn tiềm ẩn nhiều rủi ro.

Hình 9: Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ)



Hình 10: Thu nhập vs. chi phí (tỷ đồng)

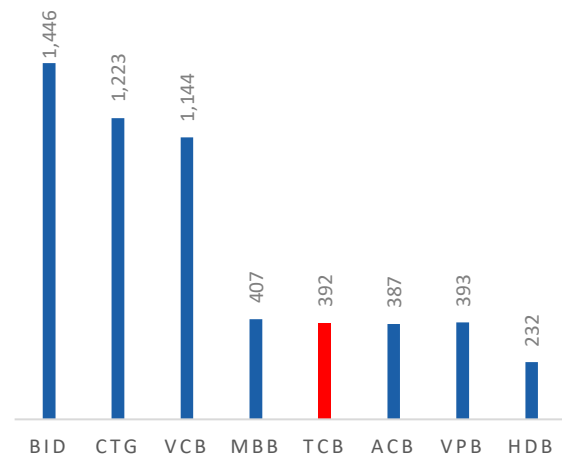


Nguồn: dữ liệu công ty, MAS VN

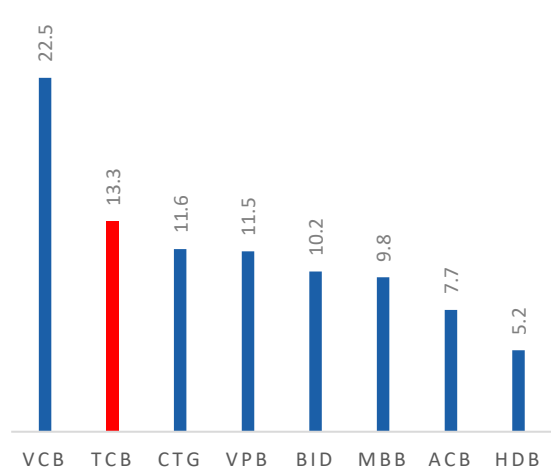
Các nguồn thu nhập cũng như lợi nhuận của ngân hàng vẫn giữ được xung lực trong quý 1. Tổng thu nhập thuần (TOI) đạt 6 nghìn tỷ, tăng 37% YoY nhờ vào các nguồn thu nhập chính như: 1/ thu nhập lãi thuần (NII) tăng 25,4% YoY lên 4,2 nghìn tỷ; 2/ thu nhập thuần từ hoạt động dịch vụ (NSI) tăng 52% YoY lên 862 tỷ nhờ tăng trưởng từ dịch vụ thanh toán và tiền mặt (+48% YoY) và thu nhập từ cung cấp dịch vụ bảo lãnh phát hành trái phiếu tăng 277% YoY; 3/ các nguồn thu nhập khác tăng gấp đôi lên mức 956 tỷ. Ở chiều ngược lại, chi phí hoạt động cũng tăng mạnh 33% YoY do tăng nhân sự cũng như chi phí đầu tư nâng cấp công nghệ. Ngoài ra, chi phí dự phòng tăng mạnh với 361% YoY. Trong quý 1, TCB ghi nhận 3,1 nghìn tỷ lợi nhuận trước thuế, tăng 19% YoY và hoàn thành 24% kế hoạch năm.

Vị thế TCB

Hình 11: Tổng tài sản (nghìn tỷ)

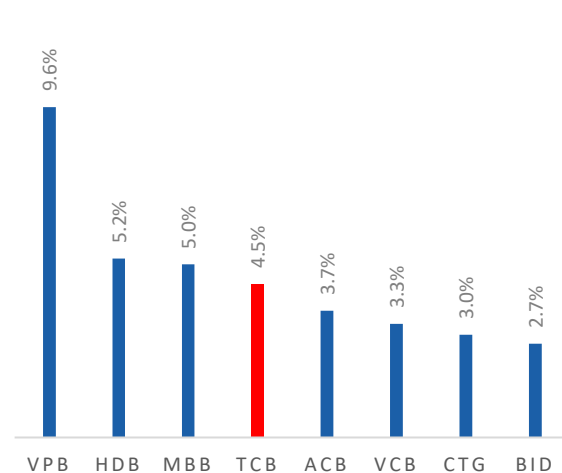


Hình 12: LNTT (12 tháng gần nhất)



Nguồn: dữ liệu công ty, MAS VN

Hình 13: NIM (%)



Hình 14: Tỷ trọng cho vay trên IEA (%)

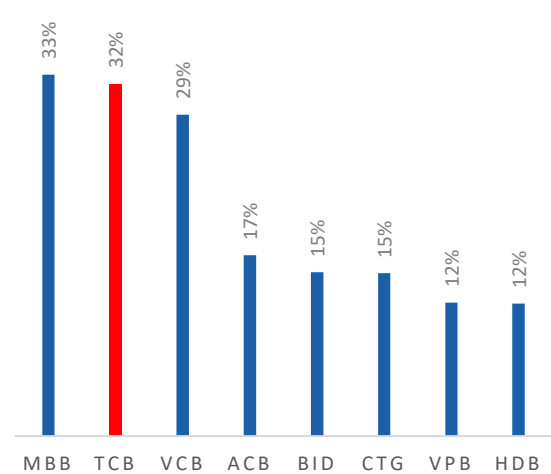


Nguồn: dữ liệu công ty, MAS VN

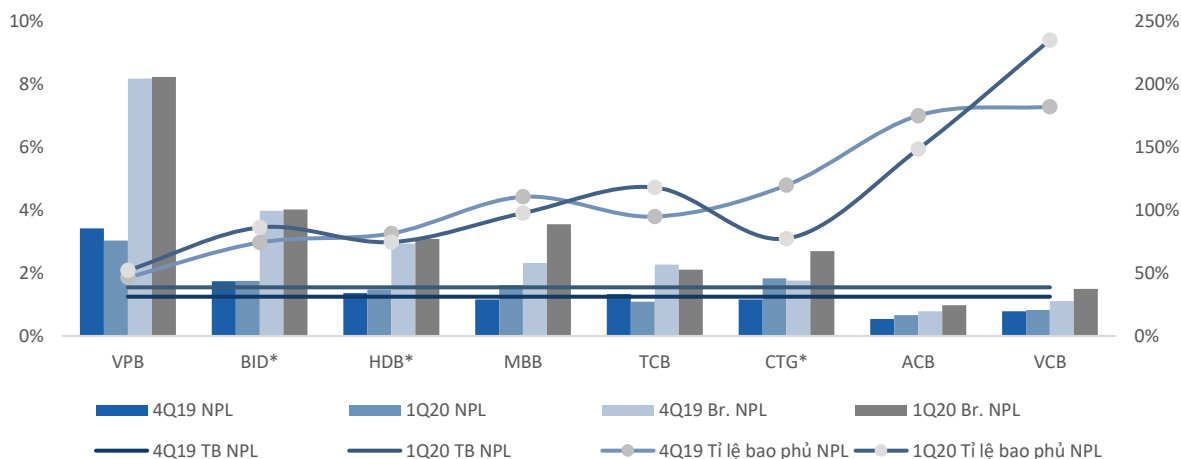
Hình 15: LDR (%)



Hình 16: CASA (%)



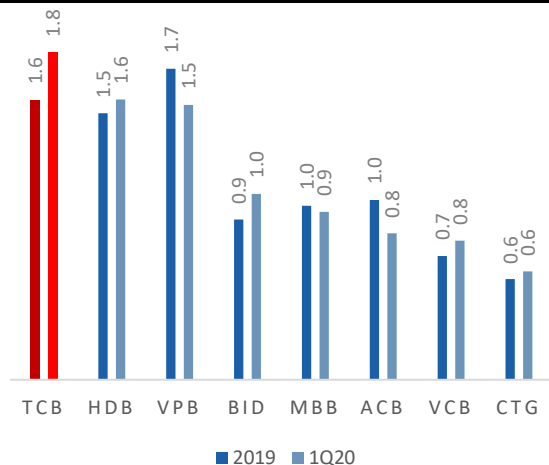
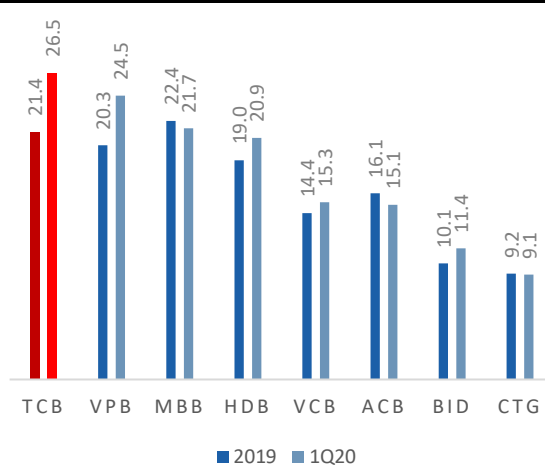
Nguồn: dữ liệu công ty, MAS VN

Hình 17: Chất lượng tài sản (%)

Nguồn: dữ liệu công ty, MAS VN

(*) các ngân hàng còn dự nợ VAMC

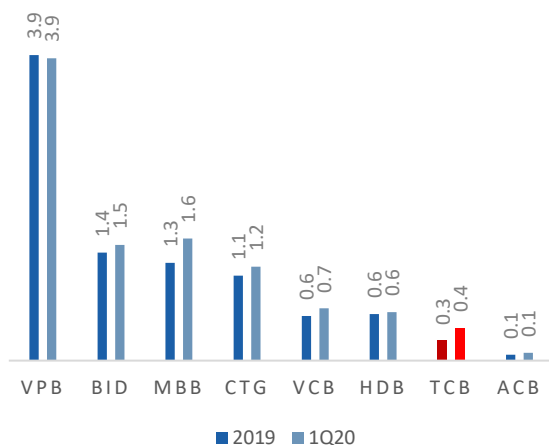
Chất lượng tài sản TCB ghi nhận nhiều cải thiện trong bối cảnh chất lượng tài sản của một vài ngân hàng khác sụt giảm. NPL và Br. NPL của TCB giảm trong khi đa phần NPL các ngân hàng còn lại tăng. Trong quý 1, tỷ lệ nợ xấu trung bình của nhóm ngân hàng mà chúng tôi theo dõi tăng từ 1,2% lên 1,5%, và cũng rất ít ngân hàng chủ động tăng cường tỷ lệ bao phủ nợ xấu.

Hình 18: Lãi dự thu trên IEA (%)**Hình 19: Tỷ trọng chứng khoán trên IEA (%)**

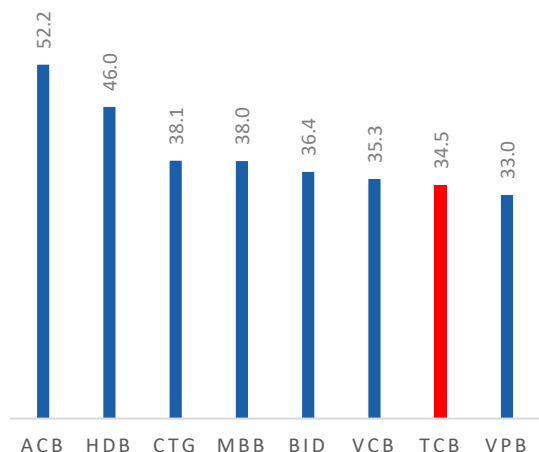
Nguồn: dữ liệu công ty, MAS VN

Các khoản lãi và phí phải thu của TCB tăng đáng kể trong quý 1 cũng là một điểm đáng lưu ý. Tài khoản này cũng tương tự như khoản phải thu của doanh nghiệp. Vì vậy, tăng lãi phải thu cũng có thể phản ánh phần nào ảnh hưởng của dịch bệnh lên chất lượng lãi phải thu của ngân hàng. Tuy nhiên, vẫn chưa thể khẳng định lãi phải thu tăng 19% YTD là do nợ chuyển nhóm vì cơ cấu dư nợ TCB có nhiều thay đổi trong quý 1 với tỷ trọng trái phiếu cao hơn, thời gian thanh toán lãi của loại tài sản này thông thường dài hơn cho vay.

Hình 20: Chi phí tín dụng (%)

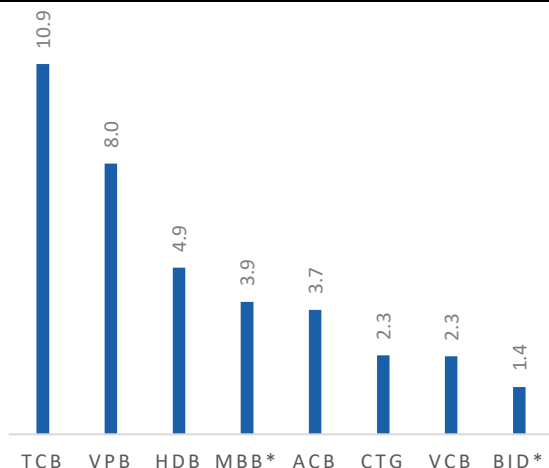


Hình 21: CIR (%)

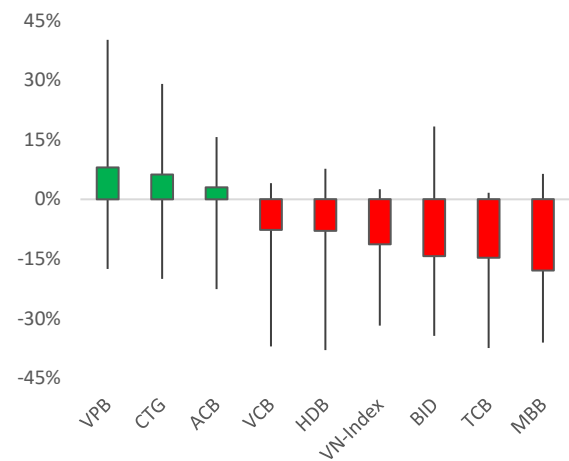


Nguồn: dữ liệu công ty, MAS VN

Hình 22: TPDN trên IEA



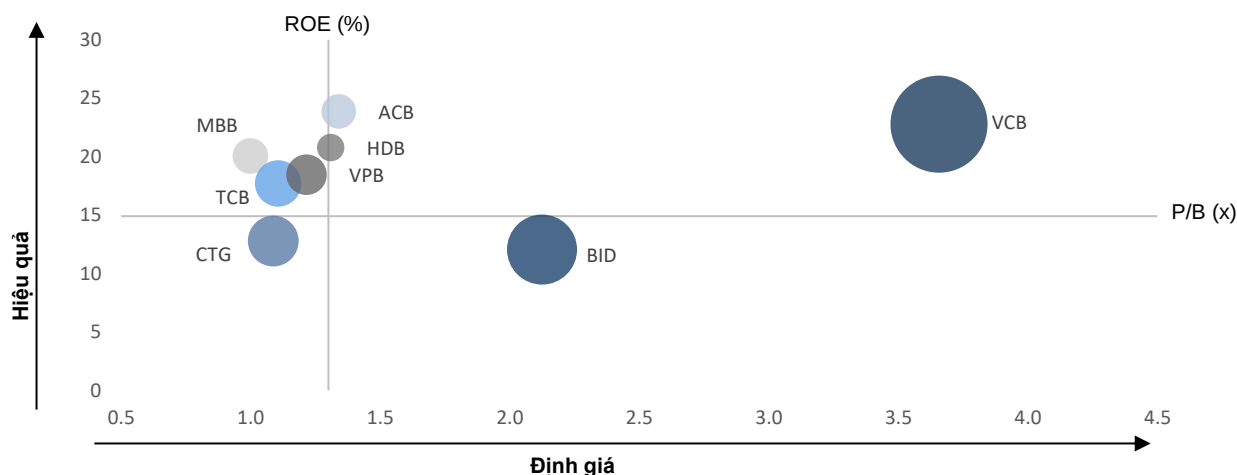
Hình 23: Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: dữ liệu công ty, Bloomberg, MAS VN

(*) Chỉ số năm 2019

Hình 24: Định giá và hiệu quả hoạt động



Nguồn: dữ liệu công ty, Bloomberg, MAS VN

Mặc dù sở hữu nhiều chỉ số vượt trội so với các ngân hàng khác, vận động giá của TCB vẫn gây nhiều thất vọng đối với nhiều nhà đầu tư. Chúng tôi cho rằng định giá thấp (P/B thấp) và bị điều chỉnh sâu trong giai đoạn dịch liên quan đến sự bi quan của các cổ đông về độ rủi ro tập trung cao trong danh mục tín dụng của TCB

Bảng 1: So sánh các chỉ số tài chính TCB

Mã	Tên	NPL (%)	TL bảo phủ NPL (%)	ROE (%)	ROA (%)	Đòn bẩy (x)	P/B (x)
Ấn độ							
IOB IN	INDIAN OVERSEAS	22.1	55.8	-25.2	-1.5	16.8	0.7
BOI IN	BANK OF INDIA	16.9	26.0	-12.9	-0.9	14.8	0.3
UNBK IN	UNION BANK INDIA	14.9	58.3	-10.3	-0.6	17.4	0.3
BOB IN	BANK OF BARODA	9.3	67.6	1.4	0.1	15.4	0.3
Indo							
MAYA IJ	BANK MAYAPADA	5.0	78.6	4.6	0.6	7.8	3.6
MEGA IJ	BANK MEGA	2.5	21.5	14.4	2.4	6.3	2.8
BNLI IJ	BANK PERMATA TBK	0.7	487.9	4.9	0.7	6.8	1.5
Việt Nam							
VPB VN	VP BANK	3.0	52.0	22.7	2.6	8.8	1.2
CTG VN	VIETINBANK	1.8	77.3	12.5	0.8	15.5	1.1
BID VN	BIDV	1.7	86.1	11.9	0.6	18.2	2.1
MBB VN	MB BANK	1.6	97.6	19.8	2.0	9.2	1.0
HDB VN	HD BANK	1.5	74.5	21.2	1.9	10.8	1.3
TCB VN	TECHCOMBANK	1.1	117.9	18.0	3.0	6.1	1.1
VCB VN	VIETCOMBANK	0.8	235.0	22.8	1.6	13.5	3.6
ACB VN	ACB BANK	0.7	148.3	23.8	1.7	13.2	1.3
Mã lai							
CIMB MK	CIMB	3.1	80.7	7.2	0.7	10.3	0.6
MAY MK	MALAYAN BANKING	2.6	72.6	10.8	1.0	10.5	1.1
AMM MK	AMBANK	1.6	80.2	8.7	1.0	8.7	0.5
HLFG MK	HONG LEONG	0.8	117.0	9.2	0.7	12.7	0.8
PBK MK	PUBLIC BANK	0.5	124.1	12.9	1.3	10.1	1.5
Thái Lan							
SCB TB	SIAM COMM BK	4.0	134.1	10.3	1.3	7.9	0.6
TMB TB	TMB BANK	2.7	120.5	6.6	0.7	9.4	0.5
Trung vị		2.9	70.1	10.6	0.9	10.4	1.1

Nguồn: dữ liệu công ty, Bloomberg, MAS VN

Dự phóng và giả định

Bảng 2: Dự phóng và giả định

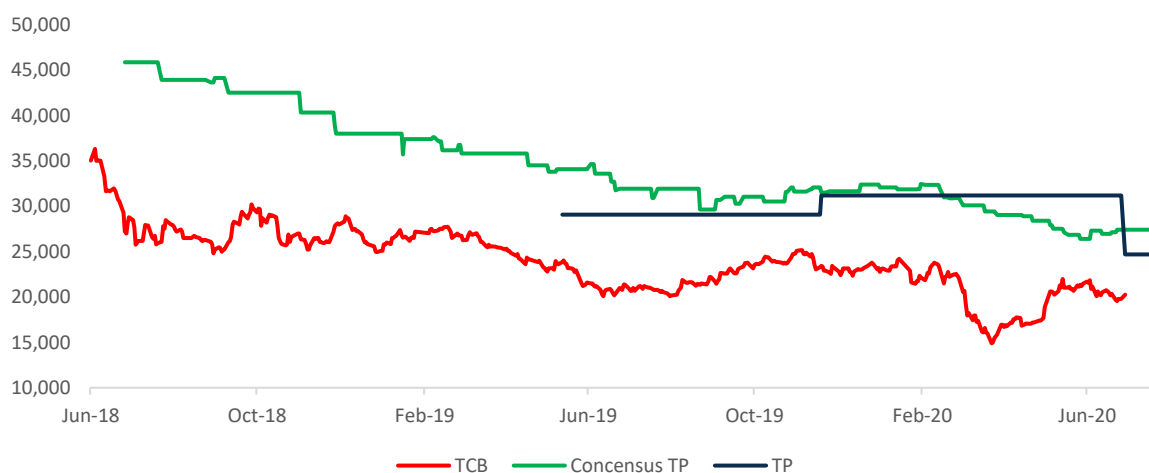
	2019	2020F	KHKD	Giả định
Tăng trưởng				
<i>Cho vay</i>	44.6	11.3		Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng trong năm 2020 là không cao kể cả khi NHNN không thay đổi chỉ tiêu tín dụng chung cho toàn ngành do áp lực từ dịch COVID-19. Trong 6 tháng đầu năm, tăng trưởng chỉ bằng một nửa so với năm 2019 với 3,26%. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ giải ngân mới sẽ tăng trở lại trong nửa cuối năm. Hiện tại, tỉ lệ an toàn vốn của nhóm ngân hàng tư vẫn nhỉnh hơn nhóm ngân hàng quốc doanh, vì vậy, tăng trưởng tín dụng phần nhiều sẽ được dẫn dắt bởi nhóm tư nhân. Đối với TCB, chúng tôi kỳ vọng mảng bán buôn sẽ là nhân tố thúc đẩy tăng trưởng chính. Ngành bất động sản nhà ở sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn trong năm nay cả cung và cầu. Dịch bệnh ảnh hưởng xấu đến thu nhập của hộ gia đình, qua đó giảm nhu cầu đối với nhà ở cũng như đầu tư. Đối với nguồn cung, tổng căn hộ mở bán mới được dự báo sẽ giảm từ 9% - 50% tại hai thị trường lớn là Hà Nội và Hồ Chí Minh vì áp lực kéo dài trong khâu pháp lý cũng như nhu cầu sụt giảm.
<i>IEA</i>	19.3	12.2		
<i>Tín dụng</i>	20.3	12.8	>13.0	
<i>Tiền gửi và giấy tờ có giá</i>	18.0	10.8	8.8	Các chỉ số thanh khoản như LDR và SFMLL được cải thiện gần đây sẽ hỗ trợ cho ngân hàng được linh động hơn trong việc huy động vốn. Theo đó, chi phí vốn vay được kỳ vọng giảm, phần nào bù đắp cho sự thiếu hụt của thu nhập từ lãi.
<i>Tổng tài sản</i>	19.5	11.7	12.0	
<i>NII</i>	28.1	8.1		NII được dự báo sẽ tăng nhẹ trong năm 2020. Ở mặt tích cực, thu nhập từ cho vay sẽ được hỗ trợ từ các yếu tố như tăng trưởng tín dụng, thời hạn ưu đãi lãi suất của các khoản vay mua nhà được giải ngân trong năm 2019 sẽ chấm dứt, các đợt cắt giảm lãi suất điều hành và lãi suất huy động. Ngược lại, việc hoãn hay miễn giảm lãi suất, cơ cấu nhóm nợ và tỉ trọng mảng ngân hàng bán lẻ giảm sẽ tạo sức ép lên tăng trưởng NII.
<i>NSI</i>	-8.0	15.6		Nguồn thu từ hoạt động tư vấn và bảo lãnh phát hành trái phiếu được dự báo sẽ là nhân tố dẫn dắt tăng trưởng thu nhập dịch vụ. Trong giai đoạn thị trường tiềm ẩn nhiều rủi ro, các ngân hàng sẽ hạn chế giải ngân các khoản lớn nhằm giảm thiểu rủi ro tập trung của danh mục tín dụng. Vì vậy, bên cạnh chủ trương phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp của các bộ ngành, thì kênh phát hành trái phiếu cũng là một cách gọi vốn hiệu quả cho doanh nghiệp. Các mảng khác như dịch vụ thanh toán và bán chéo bảo hiểm sẽ khó tăng trưởng mạnh trong năm 2020.
<i>LN trước dự phòng</i>	10.0	5.6		
<i>LNTT</i>	20.4	-7.6	1.0	Lợi nhuận sẽ bị ảnh hưởng chính từ chi phí tín dụng – trích lập dự phòng
Chất lượng tài sản				
<i>NPL</i>	1.3	1.6	<3.0	
<i>Nợ nhóm 2-5</i>	2.3	2.3		
<i>TL bao phủ nợ xấu</i>	94.8	92.8		
<i>Chi phí tín dụng</i>	0.3	0.7		
Biên lợi nhuận				
<i>NIM</i>	4.4	4.1		
<i>Trước dự phòng</i>	65.3	67.1		
<i>ROA</i>	60.9	54.8		
<i>ROE</i>	2.9	2.3		

Định giá

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu cho cổ phiếu TCB xuống 24,700 đồng (-20,1%) dựa trên các điều chỉnh thu nhập dự phóng của ngân hàng. Lợi nhuận ròng năm 2020 ước đạt là 9,2 nghìn tỷ, giảm 9,7% YoY và 26% so với dự phóng trước, do giảm dự phóng tăng trưởng tín dụng, thu nhập từ lãi, cũng như tăng chi phí tín dụng. Giá mục tiêu mới tương đương với mức P/B trượt là 1,2x – mức trung bình 2 năm. Chúng tôi đồng thời hạ khuyến nghị cho cổ phiếu TCB từ Mua xuống Tăng Tỷ Trọng.

TCB hiện đang được giao dịch ở mức 1,1x P/B, khá thấp so với các ngân hàng tư nhân khác trong nhóm theo dõi như ACB (1.3x), HDB (1.2x), VPB (1.2x) và MBB (0.9x). Không chỉ riêng TCB, định giá của nhóm ngân hàng đã bị điều chỉnh khá sâu từ mức trung bình là 1.4x về mức 1.2x, phần nào phản ánh lo ngại của nhà đầu tư về nợ xấu và chi phí nợ xấu sẽ tăng cao trong các quý sau.

Hình 26: Vận động giá



Nguồn: Bloomberg, MAS VN

consensus TP: dự báo của các công ty CK; TP; giá mục tiêu

Hình 27: P/B trượt



Nguồn: Bloomberg, MAS VN

Ngân Hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB VN/Tăng Tỷ Trọng/GMT: VNĐ24,700)

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Thu nhập lãi	25.016	27.145	31.454	34.998
Chi phí lãi	10.758	11.739	13.789	15.127
Thu nhập lãi thuần	14.258	15.406	17.665	19.871
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	3.253	3.762	4.323	4.799
Lãi thuần từ hoạt động khác	3.557	2.485	2.551	2.606
Tổng thu nhập ròng từ hoạt động	21.068	21.653	24.539	27.276
Tổng chi phí hoạt động	7.313	7.131	7.733	8.387
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	13.756	14.522	16.806	18.889
Tổng chi phí dự phòng	917	2.933	2.150	2.060
Lợi nhuận trước thuế	12.838	11.589	14.656	16.829
Chi phí thuế	2.612	2.318	2.931	3.366
Lợi nhuận sau thuế	10.226	9.271	11.725	13.463
Lợi nhuận sau thuế (CĐ kiểm soát)	10.075	9.086	11.491	13.194

Bảng cân đối (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tiền và các khoản tương đương	4.821	5.544	6.098	6.403
Chứng khoán	76.096	81.892	88.661	95.295
Cho vay	275.876	309.940	347.855	379.253
Tài sản hữu hình	793	718	761	796
Tài sản khác	26.114	30.453	33.188	33.602
Tổng tài sản	383.699	428.546	476.562	515.349
Tiền gửi của khách hàng	231.297	260.124	289.502	308.712
Tiền gửi và vay các TCTD khác	61.267	67.995	72.581	76.350
Phát hành giấy tờ có giá	17.461	17.811	19.539	21.254
Các khoản nợ khác	11.603	11.727	12.900	14.190
Tổng nợ phải trả	321.627	357.657	394.522	420.505
Vốn của TCTD	35.001	35.001	35.001	35.001
Khoản điều chỉnh vốn	477	477	477	477
Quỹ của TCTD	5.173	6.545	8.280	10.273
Lợi nhuận giữ lại	21.130	28.389	37.570	48.111
Lợi ích cổ đông thiểu số	292	478	712	981
Tổng vốn chủ sở hữu	62.073	70.890	82.040	94.844

Phân tích Dupont (%)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Thu nhập từ lãi	7,1	6,68	6,95	7,06
Chi phí trả lãi	3,05	2,89	3,05	3,05
Thu nhập lãi thuần	4,05	3,79	3,9	4,01
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	0,92	0,93	0,96	0,97
Lãi thuần từ hoạt động khác	1,01	0,61	0,56	0,53
Tổng thu nhập ròng từ hoạt động	5,98	5,33	5,42	5,5
Tổng chi phí hoạt động	2,08	1,76	1,71	1,69
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	3,9	3,58	3,71	3,81
Tổng chi phí dự phòng	0,26	0,72	0,48	0,42
Lợi nhuận trước thuế	3,64	2,85	3,24	3,39
Chi phí thuế	0,74	0,57	0,65	0,68
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,04	0,05	0,05	0,05
ROA	2,86	2,24	2,54	2,66
Đòn bẩy tài chính (x)	6,2	6,1	5,9	5,6
ROE	17,7	13,7	15	14,9
Asset quality (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	1,33	1,6	1,3	1,2
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm cả nợ nhóm 2	2,27	2,3	2,2	2,2
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	94,76	92,25	109,37	118,66
Dự phòng trên tổng dư nợ cho vay	0,38	0,45	0,44	0,43
Chi phí tín dụng / tổng dư nợ cho vay	0,32	1,14	0,75	0,67
Chi phí tín dụng (gồm nợ ngoại bảng)	0,26	0,74	0,48	0,43
Per share items (VND)				
Lợi nhuận / cổ phần (theo báo cáo)	2,871			
Lợi nhuận / cổ phần (điều chỉnh)	2,878	2,596	3,283	3,770
Giá trị sổ sách / cổ phần	17,734	20,253	23,439	27,097
Lợi nhuận trước dự phòng / cổ phần	3,930	4,149	4,802	5,397

Phân tích chỉ số (Tóm tắt)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tỷ lệ tăng trưởng (YoY)				
Cho vay khách hàng	44,6	11,2	11,2	8,1
Tổng dư nợ tín dụng	37	13,4	12,2	9
Vốn huy động	14,8	12,5	11,3	6,6
Tổng vốn chủ sở hữu	19,9	14,2	15,7	15,6
Tổng tài sản	19,5	11,7	11,2	8,1
Thu nhập lãi thuần	28,1	8	14,7	12,5
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	-8	15,6	14,9	11
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	10	5,6	15,7	12,4
Lợi nhuận hoạt động	20,4	-9,7	26,5	14,8
Lợi nhuận sau thuế	19,1	-9,8	26,5	14,8
Khả năng sinh lời				
Chênh lệch biên lãi suất (NIS)	3,9	3,6	3,7	3,7
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)	4,4	4,1	4,2	4,3
Biên lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	55	53,5	53,4	54
ROA	2,9	2,2	2,5	2,7
ROE	17,7	13,7	15	14,9
Tính thanh khoản				
Tỷ lệ cho vay/huy động (LDR)	98,5	97,4	97,3	98,6
Tổng dư nợ trên tổng tài sản	59,4	59,1	59,1	59,1
Hệ số an toàn vốn (CAR)				
Hệ số CAR	15,4			
Tỷ lệ vốn cấp 1	15,1			
Tỷ lệ vốn cấp 2	0,3			
Hiệu quả hoạt động				
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	34,7	32,9	31,5	30,7
Tỷ lệ chi phí trên tài sản	1,9	1,7	1,6	1,6

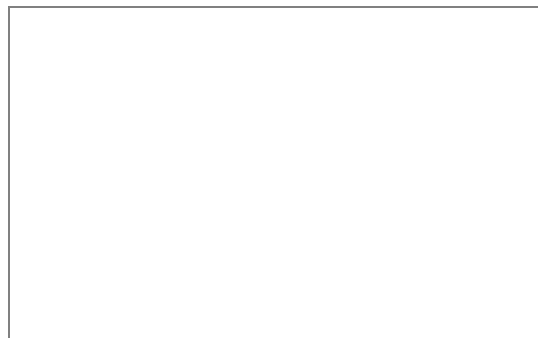
Nguồn: Dữ liệu công ty, MAS VN Research dự phóng

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
Techcombank (TCB VN)	05/17/2019	Buy	29,100
Techcombank (TCB VN)	11/26/2019	Buy	31,200
Techcombank (TCB VN)	07/06/2020	Trading Buy	24,700



Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Disclaimers

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset Vietnam, its affiliates and their directors, officers, employees, and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees, and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or maybe expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Daewoo International Network

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul) Global Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brasil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC 7th Floor, Le Meridien building, 3C Ton Duc Thang street, Ben Nghe Ward, District 1, Ho Chi Minh Tel: 84-28-39102222
Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-28-39102222	