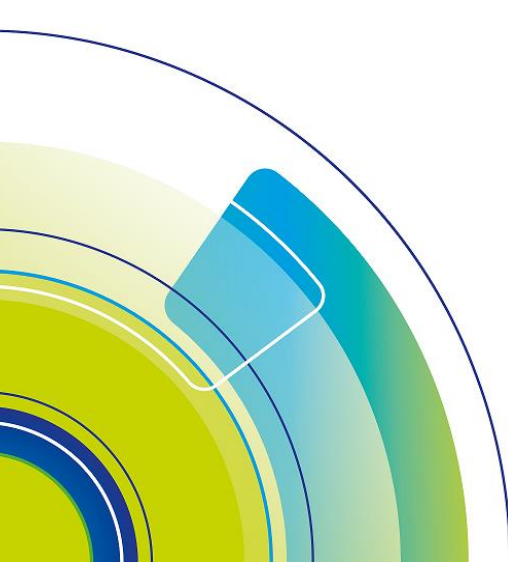




Báo cáo lần đầu TCB – MUA

Ngày 04/11/2019



Trần Thị Hải Yến

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 326

yentran@acbs.com.vn

Báo Cáo Lần Đầu

Khuyến nghị

MUA

HOSE: TCB

Ngân hàng

Giá hiện tại (VND) 24.350

Giá mục tiêu (VND) **31.800**

Tỷ lệ tăng giá 30,6%

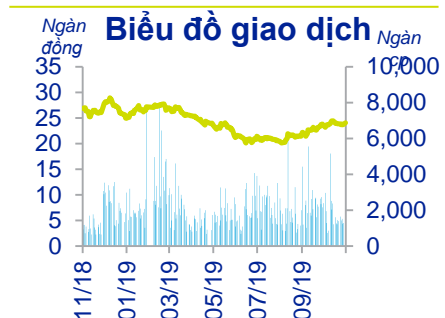
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 0,0%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **30,6%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-5,8	0,0	14,7	-9,0
Tương đối	-22,1	-1,6	12,3	-22,8

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Masan Group & liên quan*	21,5%
Ông Hồ Hùng Anh – Chủ tịch & gia đình	17,2%
Nước ngoài	22,5%

*Thể hiện lợi ích kinh tế (economic interest)

Thông kê

Mã Bloomberg	4-11-19
Mã Bloomberg	TCB VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	19.900-29.150
SL lưu hành (triệu cp)	3.500
Vốn hóa (tỷ đồng)	85.228
Vốn hóa (triệu USD)	3.628
Room khối ngoại còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	79,7
KLGD TB 3 tháng (cp)	2.030.223
VND/USD	23.200
Index: VNIndex / HNX	1020,4/106,6

NGÂN HÀNG TMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM (TCB VN)

Câu chuyện tăng trưởng hấp dẫn

Sự phân hóa trong hệ thống ngân hàng Việt Nam ngày càng rõ nét hơn khi một số ngân hàng bứt phá với kết quả kinh doanh (KQKD) khởi sắc (nhờ giảm chi phí dự phòng và/hoặc ghi nhận lợi nhuận lớn từ việc thu hồi nợ đã xử lý và từ các thỏa thuận độc quyền bán chéo bảo hiểm - Bancassurance), mở rộng quy mô và cải thiện chất lượng tài sản. Trong khi đó một số ngân hàng vẫn đang chững lại để tiếp tục xử lý nợ xấu tồn đọng, tái cấu trúc hoạt động cũng như quản trị điều hành.

TCB là một trong những ngân hàng đã xử lý xong nợ xấu cũ và sẵn sàng cho giai đoạn tăng trưởng kế tiếp. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu TCB dựa trên giá mục tiêu 31.800 đồng/cp cho năm 2020 dựa trên những yếu tố sau:

- TCB đã chuẩn bị tốt để tuân thủ Basel II trước thời hạn (áp dụng từ 7/2019) về tiềm lực tài chính với hệ số CAR đạt 15,6% (6/2019) cũng như quản trị và điều hành;

- TCB có một chiến lược kinh doanh rõ ràng với mục tiêu tham vọng; TCB xây dựng chiến lược dựa trên chuỗi giá trị của các khách hàng Bán buôn (WB) vốn có vị thế cao trong ngành như Vingroup, Masan, Vietnam Airline, ... nhờ đó TCB có thể mở rộng cơ sở khách hàng với chi phí thấp hơn đối thủ cũng như dịch chuyển cơ cấu doanh thu sang thu nhập ngoài lãi nhờ đa dạng hóa sản phẩm theo nhu cầu khách hàng. Ngân sách 300 triệu USD cho công nghệ giai đoạn 2016-2021 không chỉ hướng đến tiết giảm chi phí hoạt động mà còn nhằm tăng khả năng am hiểu khách hàng.

- TCB có dấu ấn trong lĩnh vực ngân hàng đầu tư và quản lý tài sản với thị phần lớn nhất cả trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp sơ cấp (28% trong 2018 – tính cả trái phiếu ngân hàng) và thứ cấp (82% thị phần trên HSX). TechcomCapital quản lý 4 quỹ đầu tư trong đó TCBF là quỹ trái phiếu nội có quy mô lớn nhất và hiệu quả nhất (theo Finpro).

- TCB kiểm soát tốt chi phí hoạt động với tỷ lệ chi phí hoạt động/thu nhập (CIR) thuộc nhóm thấp nhất trong hệ thống (CIR 32% trong 2018 và 35% trong 9T2019). Trong khi đó ngân hàng lại dẫn đầu về con số lợi nhuận trên mỗi nhân viên (Lợi nhuận trước dự phòng rủi ro tín dụng/nhân viên đạt 1,38 tỷ đồng năm 2018).

- TCB đang được giao dịch với P/B dự phóng chỉ 1,2x cho 2020 so với TB ngành là 1,58x;

Rủi ro và quan ngại: (1) Chiến lược phát triển của TCB bước đầu đã phát huy hiệu quả với KQKD tăng trưởng mạnh trong những năm gần đây, nhưng đồng thời cũng dấy lên lo ngại về rủi ro tập trung khi hoạt động kinh doanh (HĐKD) và rủi ro của ngân hàng phụ thuộc vào một số khách hàng bán buôn và một số ngành trong đó có bất động sản; **(2)** Tỷ lệ quỹ dự phòng trên nợ xấu của TCB thấp hơn so với đối thủ cùng thuộc nhóm ngân hàng top đầu và có dấu hiệu giảm nhẹ trong 9T2019; và **(3)** ROE suy yếu trong giai đoạn dự phóng về còn 15-16% so với mức đỉnh 28% trước đây có thể gây áp lực lên thị giá cổ phiếu.

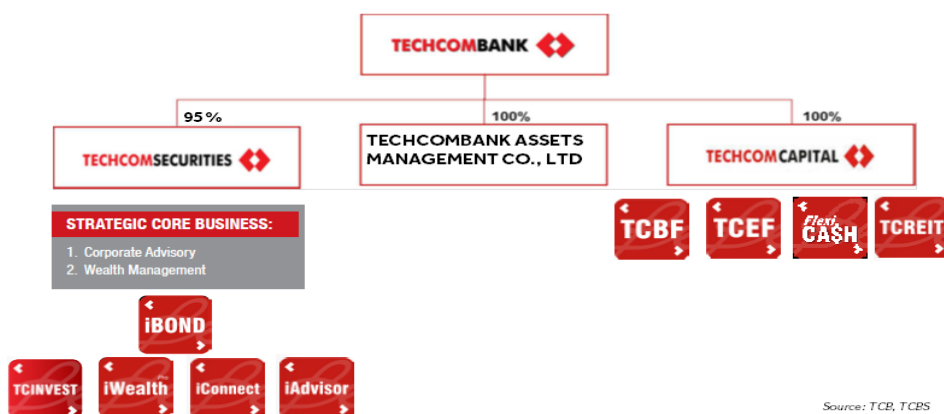
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Tổng thu nhập hoạt động- TOI	11.833	16.344	18.350	19.860	23.072
Tăng trưởng TOI (%)	26,6%	38,1%	12,3%	8,2%	16,2%
Đóng góp từ thu nhập lãi thuần (%)	68,81%	54,64%	60,64%	70,46%	71,95%
Đóng góp từ thu nhập phí (%)	16,5%	23,3%	19,3%	17,5%	18,1%
Đóng góp từ thu nhập ngoài lãi khác (%)	14,66%	22,04%	20,09%	12,05%	9,99%
Chi phí hoạt động	4.175	4.698	5.843	6.951	8.075
CIR (%)	35,3%	28,7%	31,8%	35,0%	35,0%
Lợi nhuận trước chi phí DPRRTD - PPOP	7.658	11.646	12.507	12.909	14.997
LNST	3.997	8.036	10.661	11.736	12.380
EPS điều chỉnh (VND)	1.176	1.838	2.415	2.671	2.817
Tổng tài sản	235.363	269.392	320.989	366.316	414.858
NPL (%)	1,6%	1,6%	1,8%	1,8%	1,8%
NIM (%)	4,24%	3,92%	4,16%	4,53%	4,76%
ROA (%)	1,5%	2,6%	2,9%	2,7%	2,5%
ROE (%)	17,5%	27,7%	21,5%	16,7%	15,0%
P/B (x)	1,1	0,9	1,1	1,4	1,2
P/E (x)	20,7	13,2	10,1	9,1	8,6

TỔNG QUAN NGÂN HÀNG

Lịch sử và sơ đồ tổ chức

Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam (HSX: TCB) thành lập vào 1993 với vốn điều lệ 20 tỷ đồng, có trụ sở chính tại Hà Nội. TCB hiện có 3 công ty con, trong đó TechcomSecurities và TechcomCapital có vai trò quan trọng trong chiến lược phát triển chung của toàn ngân hàng.

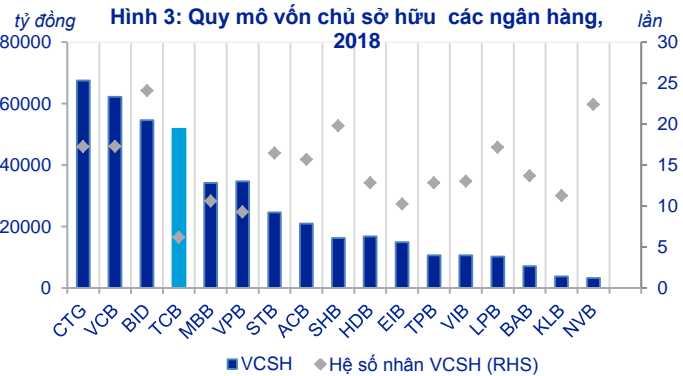
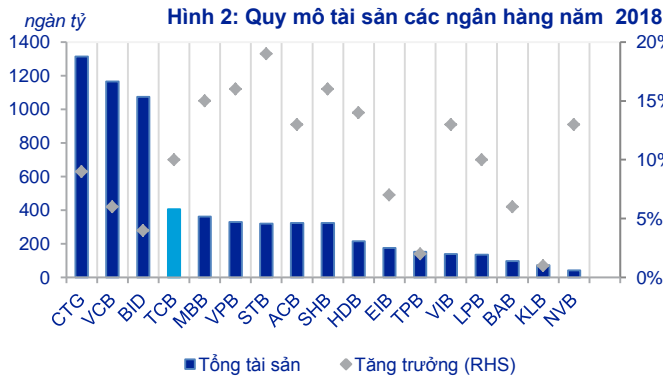
Hình 1: Sơ đồ tổ chức của Techcombank



- Năm 2001, TCB được xem là ngân hàng tiên phong trong việc nâng cấp hạ tầng kỹ thuật khi hợp tác với Temenos thực hiện giải pháp ngân hàng lõi toàn cầu;
- Năm 2005, hợp tác với Visa phát hành thẻ ghi nợ và thẻ thanh toán Visa; HSBC trở thành cổ đông chiến lược nắm giữ 10% vốn điều lệ ngân hàng;
- Năm 2006, hợp tác với Bảo Việt trong việc bán chéo sản phẩm bảo hiểm;
- Năm 2007, triển khai ngân hàng trực tuyến (internet banking);
- Năm 2009, Masan (HSX: MSN) chính thức trở thành cổ đông lớn nhất tại TCB với 20% vốn điều lệ và Ông Hồ Hùng Anh, cựu phó chủ tịch Masan trở thành chủ tịch TCB;
- Năm 2014, ra mắt ứng dụng mobile banking;
- Năm 2016, TCB công bố chiến lược mới cho giai đoạn 2016 - 2020 với mục tiêu vốn hóa doanh nghiệp trên 10 tỷ USD vào 2020; tốc độ tăng trưởng TOI bình quân hàng năm trên 30% và tỷ lệ thu nhập từ phí dịch vụ chiếm trên 30% TOI;
- Năm 2017, HSBC thoái vốn; TCB công bố hợp đồng bancassurance độc quyền 15 năm với Manulife;
- Năm 2018, IPO tăng vốn điều lệ và niêm yết trên HSX với giá trị doanh nghiệp khởi điểm gần 6,5 tỷ USD.

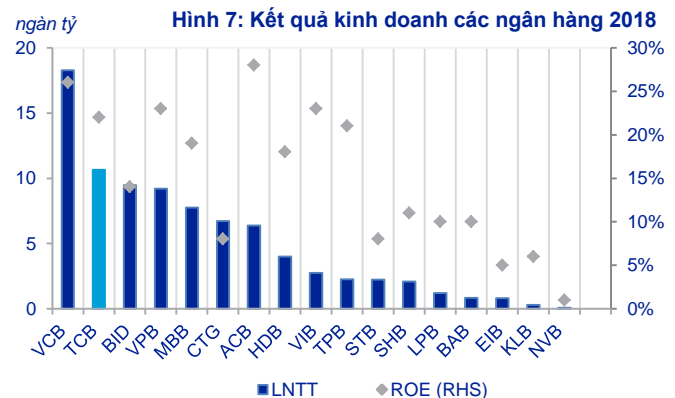
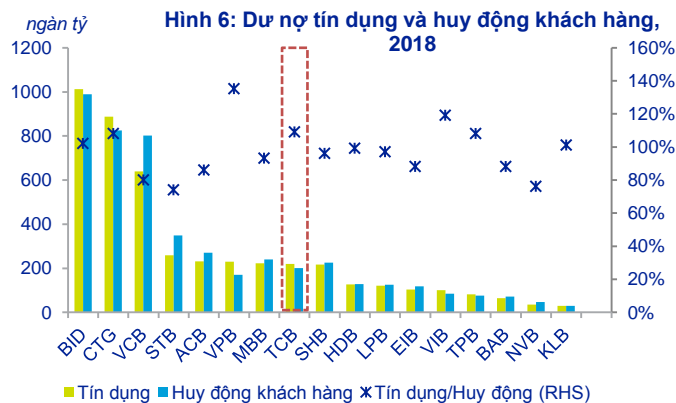
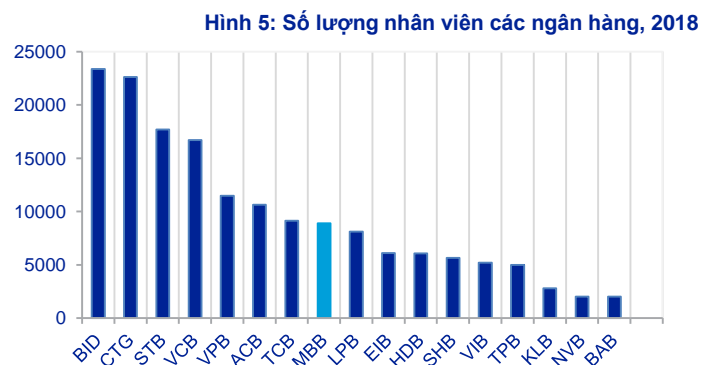
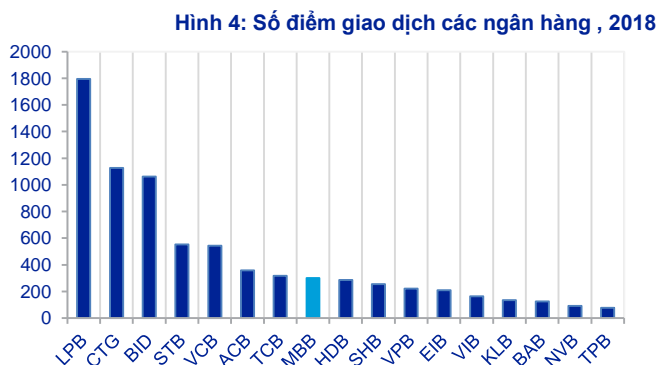
Vị thế

TCB niêm yết trên HSX từ Q2/2018 và hiện đang giao dịch với vốn hóa khoảng 3,6 tỷ USD (10/2019), khá xa so với mục tiêu vốn hóa 10 tỷ đô vào 2020. Tuy nhiên xếp hạng vốn hóa của TCB vẫn nằm trong nhóm 3 (cùng hạng với CTG) ngân hàng niêm yết lớn nhất (17 ngân hàng tính đến cuối 2018), chỉ sau VCB (13,5 tỷ USD) và BID (6 tỷ USD).



Nguồn: BCTC các ngân hàng

Xét riêng nhóm ngân hàng niêm yết (tính đến thời điểm năm 2018), TCB chiếm 3,6% thị phần cho vay (4,8% nếu tính cả trái phiếu doanh nghiệp - TPDN) và 4,2% thị phần tiền gửi (Hình 6 & 7). TCB có mặt tại 45/63 tỉnh thành với 317 chi nhánh và phòng giao dịch, 9.120 nhân viên (9.757 nhân viên nếu gồm các công ty con), khá tương đồng với MBB và ACB.

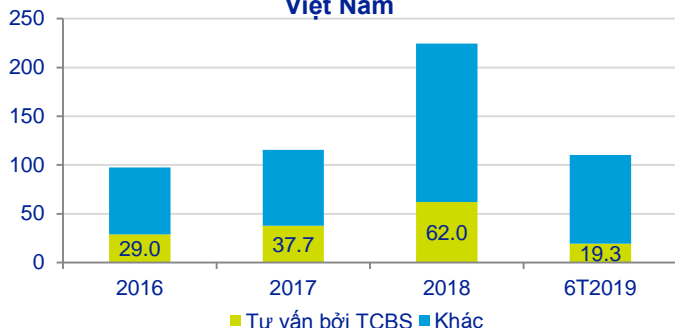


Nguồn: BCTC các ngân hàng

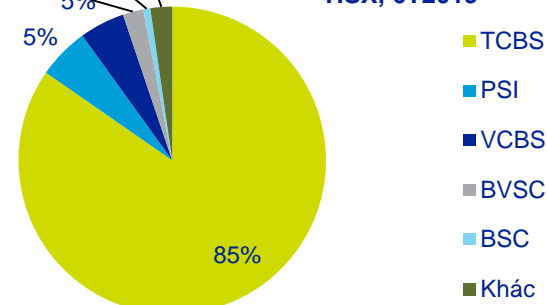
Đáng chú ý, TCB được xem là người đi đầu trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam với thị phần đáng kể. Trong 6T2019, thị phần môi giới trái phiếu trên HSX của TCBS

vẫn ở mức cao, đạt 85% trong khi thị phần trên thị trường sơ cấp giảm về còn 17,5% do các ngân hàng đẩy mạnh phát hành trái phiếu (39.000 tỷ; ~35% tổng khối lượng TPDN phát hành).

Hình 8: Khối lượng phát hành TPDN tại Việt Nam



Hình 9: Thị phần môi giới trái phiếu trên HSX, 6T2019



Nguồn: VBMA, HSX, TCB và TCBS

TCB cũng thuộc nhóm 10 ngân hàng có số lượng thẻ lớn nhất (2,6 triệu thẻ, 2017 – Euromonitor) và dịch vụ bancassurance (17% thị phần trong 6T2019 - theo TCB công bố).

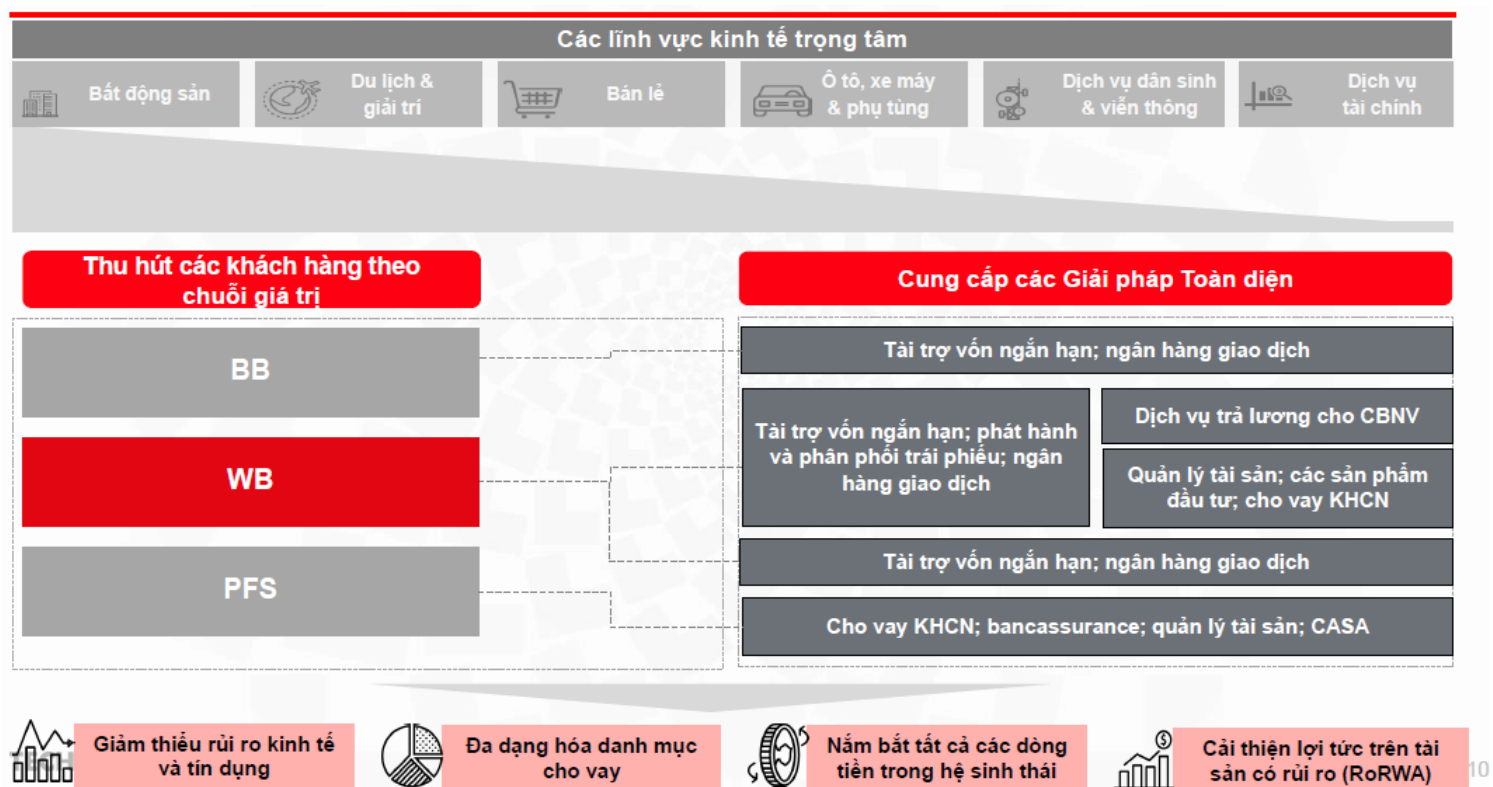
Chiến lược phát triển

TCB truyền tải thông điệp rõ ràng về chiến lược phát triển dài hạn của ngân hàng đến tất cả nhân viên, nhà đầu tư và khách hàng. Theo đó, TCB phát triển dựa trên chuỗi giá trị của sáu ngành gồm nhà ở/bất động sản, ô tô, dịch vụ tài chính, du lịch & giải trí, bán lẻ/hàng tiêu dùng nhanh – FMCG và tiện ích & viễn thông. Đây là những ngành được đánh giá có tiềm năng tăng trưởng cao trong bối cảnh GDP Việt Nam được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tốt, tỷ lệ đô thị hóa tăng và cơ cấu dân số vàng tại Việt Nam.

Có thể thấy chiến lược này được xây dựng dựa trên mục tiêu phát triển cơ sở khách hàng thông qua việc tiếp cận chuỗi giá trị của khách hàng bán buôn (WB: Khách hàng bán buôn - công ty có doanh thu hàng năm trên 600 tỷ đồng), vốn là các doanh nghiệp lớn trong ngành. TCB sẽ thúc đẩy phân khúc khách hàng doanh nghiệp (BB: Khách hàng doanh nghiệp nhỏ và vừa – SME) và khách hàng cá nhân (PFS: Dịch vụ tài chính cá nhân) thông qua chuỗi giá trị của các ngành mục tiêu và hình thành “hệ sinh thái khách hàng” với đa dạng sản phẩm tài chính phục vụ cho đa dạng khách hàng khác nhau. Những khách hàng bán buôn này được gọi là “doanh nghiệp mở neo” và có vai trò quan trọng trong chiến lược phát triển của TCB.

TCB hướng đến cung cấp đa dạng sản phẩm tài chính cho khách hàng nhằm nâng cao nguồn thu nhập ngoài lãi. Do đó TCB không chỉ chú trọng cung cấp sản phẩm vay vốn mà còn nhiều sản phẩm khác như dịch vụ ngân hàng đầu tư, dịch vụ quản lý tài sản, ngân hàng giao dịch, ... Hệ sinh thái từ các khách hàng hiện hữu sẽ giúp TCB mở rộng cơ sở khách hàng nhanh hơn với chi phí thấp hơn so với đối thủ và thay đổi cấu trúc thu nhập theo định hướng của ngân hàng.

Hình 10: Chiến lược tiếp cận chuỗi giá trị của TCB



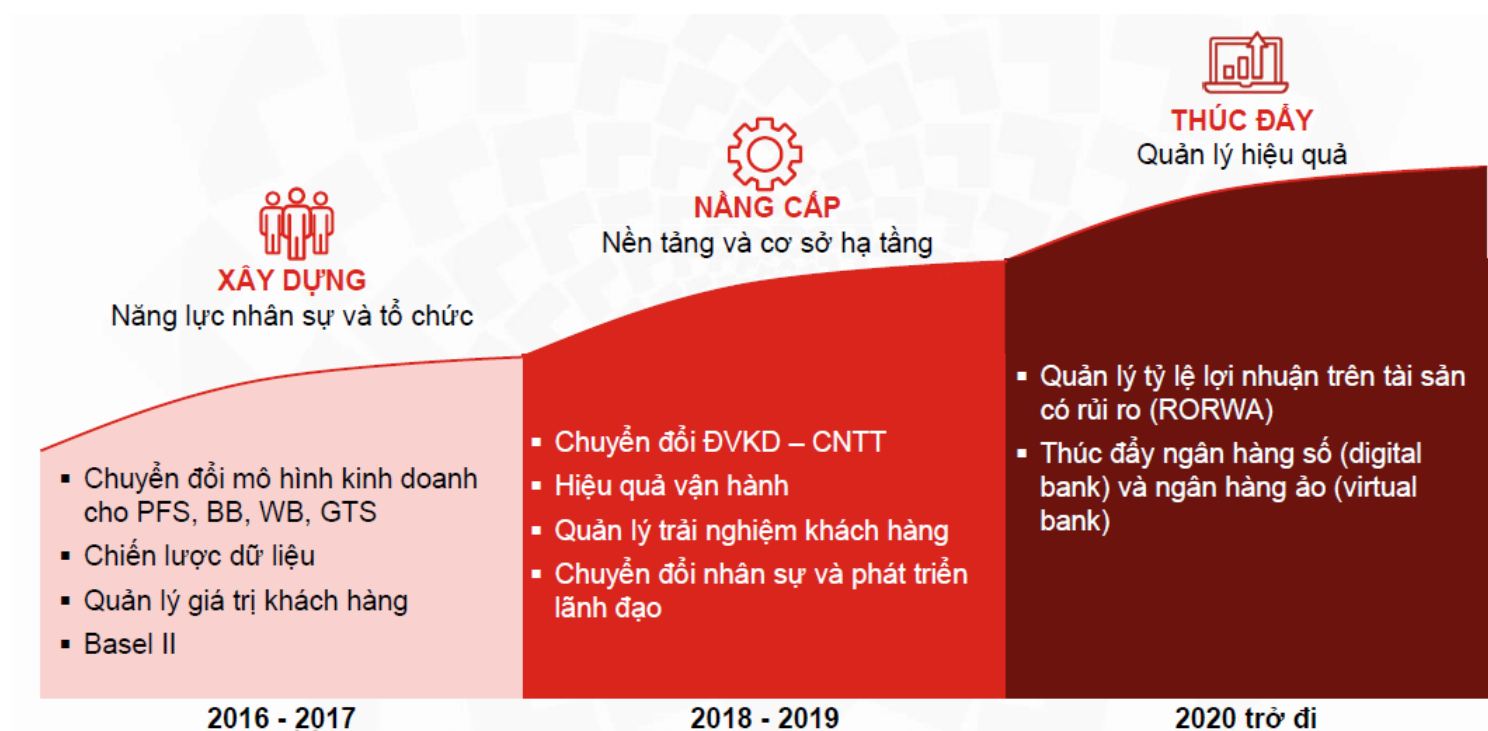
Nguồn: TCB

Tăng nguồn thu nhập ngoài lãi là định hướng của nhiều ngân hàng tại Việt Nam hiện nay trong bối cảnh NHNN kiểm soát chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng hàng năm. Tuy nhiên, TCB khá nổi bật trong việc tuyên truyền thông điệp đó đến công chúng, cũng như chuẩn bị về công nghệ, về vốn để thúc đẩy khả năng bán chéo (cross-sell)/ bán thêm (upsell) các sản phẩm ngoài các sản phẩm truyền thống. Đơn cử như việc kết nối/liên kết các sản phẩm ngân hàng đầu tư và quản lý tài sản lên website, internet banking và mobile banking của ngân hàng.

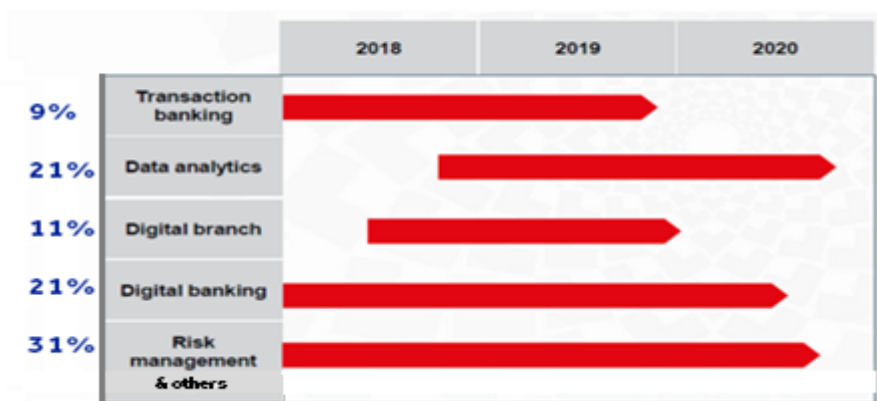
Đầu tư cho công nghệ được TCB nhấn mạnh với tổng ngân sách khoảng 300 triệu USD. Năm 2019, TCB dự kiến giải ngân khoảng 90 triệu USD, nâng con số lũy kế giải ngân cho công nghệ lên 114 triệu USD.

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá cao TCB trong việc chuẩn bị tốt tiềm lực tài chính, đầu tư công nghệ, quản trị và nhân lực cho chiến lược phát triển dài hạn của mình.

Hình 11: Kế hoạch đầu tư công nghệ



PHÂN BỐ NGÂN SÁCH ĐẦU TƯ CÔNG NGHỆ



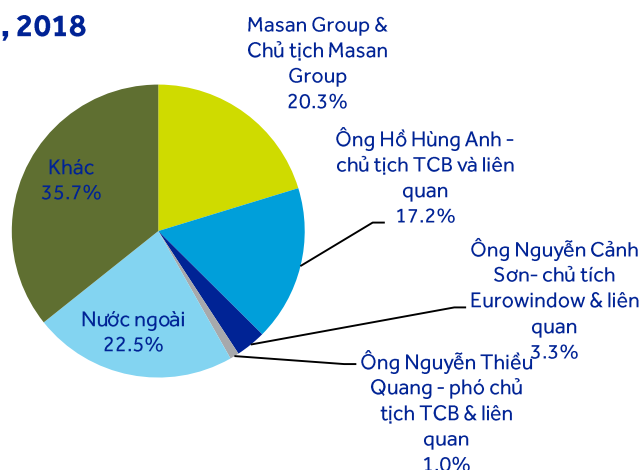
Nguồn: TCB

Cơ cấu sở hữu và quản trị doanh nghiệp

TCB có cơ cấu sở hữu khá tập trung khi nhóm cổ đông Masan (HSX: MSN) và các cá nhân liên quan (gồm Masan, Ông Nguyễn Đăng Quang – chủ tịch Masan, Ông Hồ Hùng Anh – chủ tịch Techcombank và đồng thời cổ đông lớn của Masan) và các công ty liên quan, nắm giữ 37% vốn điều lệ ngân hàng. Ngoài ra Masan còn nắm giữ thêm 1,5% TCB (Masan gọi là lợi ích kinh tế trong Techcombank) thông qua hợp đồng kỳ hạn.

Các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ tổng 22,5% TCB và 7,5% còn lại cho khối ngoại theo luật định vẫn đang được khóa lại.

Hình 13: Cơ cấu sở hữu, 2018



Nguồn: Bloomberg

Hội đồng quản trị TCB nhiệm kỳ 2019-2024 gồm 8 thành viên, trong đó có ba thành viên có liên quan đến Masan, một từ Eurowindow và một từ Warburg Pincus (tỷ lệ sở hữu 2,7%). Ban lãnh đạo gồm 18 thành viên giàu kinh nghiệm trong lĩnh vực tài chính ngân hàng tại Việt Nam và toàn cầu.

Liên hệ với phần trên, có thể thấy chiến lược phát triển của TCB có liên quan nhiều đến lĩnh vực hoạt động của nhóm cổ đông lớn và cũng như khách hàng bán buôn, đơn cử như bán lẻ/hàng tiêu dùng nhanh (Masan, Vingroup), bất động sản (Vingroup, Eurowindow, Sungroup), du lịch & giải trí (Vingroup, Vietnam Airline), tiện ích và viễn thông (EVN).

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Vốn và hệ số an toàn vốn (CAR) ở mức cao

Tốc độ mở rộng quy mô tài sản của TCB trong năm năm trở lại đây khá tương đồng với các ngân hàng khác trong nhóm ngân hàng tư nhân топ đầu như MBB và ACB nhưng với tốc độ tăng trưởng vốn điều lệ nhanh hơn. Cụ thể nhờ đợt IPO năm 2018, vốn điều lệ của TCB tăng gấp 3,7 lần so với 2013 lên mức 52 ngàn tỷ vào cuối 2018 và kéo giảm hệ số nhân vốn chủ sở hữu (Equity multiplier) về còn 6,2 lần.

Hệ số an toàn vốn (CAR) tăng lên mức cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết, đạt 15,6% trong 6T2019 (14,3% cuối 2018). Ngoài vai trò quan trọng là “tấm đệm” phòng vệ cho ngân hàng trước rủi ro, tiềm lực tài chính mạnh còn giúp TCB có thể đẩy nhanh tốc độ đầu tư cho công nghệ đồng thời giúp TCB nhận được chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cao hơn mức bình quân ngành. Đặc biệt, lợi thế này có thể sẽ trở nên rõ nét hơn nếu NHNN cho phép các ngân hàng tự quyết định tốc độ tăng trưởng tín dụng miễn là đáp ứng các hệ số an toàn theo quy định. Do cơ quan chức năng vẫn chưa có cơ chế nên chúng tôi vẫn chưa tính đến yếu tố này trong dự phóng TCB.

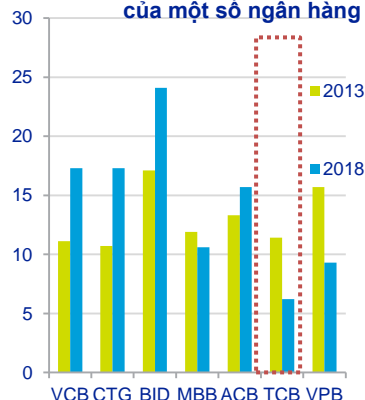
Đồng thời, với tiềm lực tài chính mạnh TCB sẽ không quá áp lực trong bối cảnh chạy đua cạnh tranh lãi suất huy động dài hạn (trên 12 tháng) cũng như chạy đua phát hành trái phiếu tăng vốn cấp 2 cho ngân hàng. Điều này sẽ hỗ trợ tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM) trong những năm tới.

Bảng 1: Hệ số nhân vốn chủ sở hữu của một số ngân hàng

	2013			2018				Tăng trưởng 5 năm	
	Tài sản-A (Tỷ đồng)	VCSH-E (Tỷ đồng)	A/E (x)	Tài sản-A (Tỷ đồng)	VCSH-E (Tỷ đồng)	A/E (x)	CAR (%)	Tài sản (x)	VCSH (x)
VCB	468.999	42.386	11,1	1.074.026	62.179	17,3	12,1	2,3	1,5
CTG	576.368	54.074	10,7	1.164.434	67.455	17,3	8*	2,0	1,2
BID	548.386	32.039	17,1	1.313.037	54.551	24,1	9,0	2,4	1,7
MBB	180.432	15.141	11,9	362.325	34.172	10,6	10,9	2,0	2,3
ACB	166.598	12.504	13,3	329.333	21.017	15,7	12,8	2,0	1,7
TCB	158.897	13.920	11,4	321.050	51.714	6,2	14,3	2,0	3,7
VPB	121.264	7.726	15,7	323.291	34.750	9,3	12,3	2,7	4,5
3-SOBs	1.593.753	128.499	12,4	3.551.497	184.185	19,3		2,2	1,4
4-JSBs	627.191	49.291	12,7	1.335.999	141.653	9,4		2,1	2,9
All	2.220.944	177.790	12,5	4.887.496	325.838	15,0		2,2	1,8

Nguồn: BCTC các ngân hàng

Hình 14: Hệ số nhân VCSH của một số ngân hàng



Bảng 2: Tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung và dài hạn

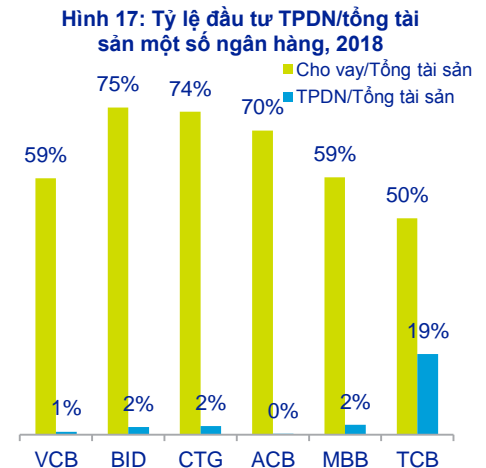
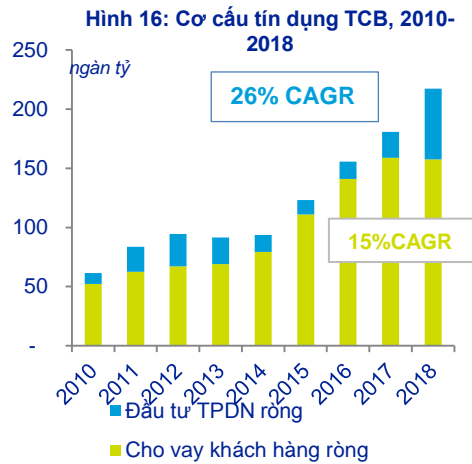
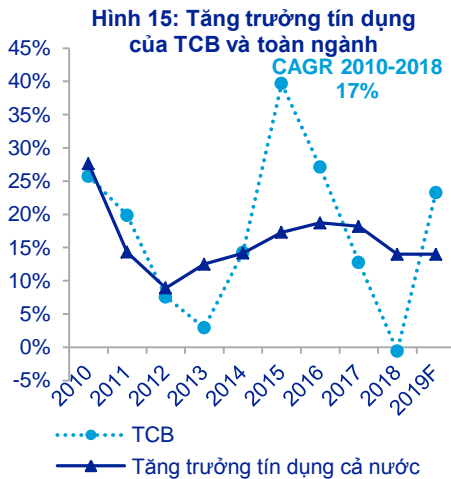
Thông tư	Ngày hiệu lực	Tỷ lệ
36/2014/TT-NHNN	01/07/2016	60%
	01/01/2017	50%
	01/01/2018	45%
	01/01/2019	40%
Dự thảo sửa đổi Phương án 1	01/07/2020	35%
	01/07/2021	30%
Phương án 2	01/07/2020	37%
	01/07/2021	34%
	01/07/2022	30%

Trái phiếu doanh nghiệp dẫn dắt tăng trưởng 2018

TCB ghi nhận tốc độ tăng trưởng tín dụng hàng năm (CAGR) là 17% trong giai đoạn 2010-2018 [Hình 15]. Đáng chú ý, danh mục đầu tư TPDN của TCB (không gồm trái phiếu tổ chức tín dụng – TCTD khác) mở rộng với tốc độ nhanh hơn tăng trưởng cho vay, đạt 26%/năm lên gần 60 ngàn tỷ đồng vào cuối 2018, chiếm 19% tổng tài sản ngân hàng. Với con số này, quy mô nắm giữ TPDN của TCB vượt xa các ngân hàng khác về cả giá trị tương đối và tuyệt đối [Hình 16, 17].

Việc mở rộng danh mục đầu tư TPDN của TCB diễn ra mạnh mẽ trong nửa cuối năm 2018 nhằm đáp ứng nhu cầu vốn trung và dài hạn của doanh nghiệp trước thời hạn NHNN giảm tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung và dài hạn về 40% từ đầu 2019 (năm

2018 là 45%). Năm 2018, TCB cho thấy tăng trưởng vượt trội về lượng trái phiếu doanh nghiệp phát hành là +64% n/n, đạt gần 62 ngàn tỷ đồng (~2,7 tỷ USD). Số trái phiếu này sẽ được ngân hàng bán lại trên thị trường thứ cấp để “giải phóng” số dư này ra khỏi bảng cân đối tài sản của ngân hàng nhưng đồng thời vẫn đáp ứng được nhu cầu vốn của khách hàng. Như vậy giải pháp của TCB khác biệt so với hầu hết các ngân hàng khác cùng thời điểm bởi các ngân hàng khác này đẩy mạnh huy động dài hạn thông qua tăng lãi suất, phát hành trái phiếu ngân hàng hoặc chứng chỉ tiền gửi giai đoạn dài trong khi TCB phát huy thế mạnh trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp.



Nguồn: TCB, BCTC các ngân hàng

Giá trị danh mục đầu tư trái phiếu doanh nghiệp của TCB tăng từ khoảng 12-20 ngàn tỷ đồng trong những năm trước lên 39 ngàn tỷ đồng vào Q3/2018 và 60 ngàn tỷ đồng vào Q4/2018. Chúng tôi cho rằng TCB sẽ đẩy mạnh hoạt động môi giới và phân phối trái phiếu cho khách hàng nhằm đảm bảo chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cho mảng cho vay khi Vinhomes (thuộc Vingroup) đẩy nhanh tốc độ chào bán dự án trong nửa cuối 2019. iBond và iFund sẽ là sản phẩm chủ lực của TCB để thực thi điều này.

iBond là gói sản phẩm TPDN chuẩn hóa cho các nhà đầu tư cá nhân trong khi iFund là các sản phẩm chứng chỉ quỹ mở thuộc quỹ đầu tư trái phiếu Techcom (TCBF), quỹ đầu tư cổ phiếu Techcom (TCBE) và quỹ đầu tư linh động (TCB Flexi Cash-TCFF).

Doanh số phân phối sản phẩm iBond tăng trưởng ấn tượng trong những năm trước về giá trị cũng như số lượng khách hàng [Hình 19]. Tuy nhiên đà tăng trưởng của iBond có thể sẽ giảm tốc bởi Chính phủ có xu hướng quản lý chặt chẽ hơn hoạt động phân phối trái phiếu phát hành riêng lẻ. Theo Nghị định 163/2018/NĐ-CP (hiệu lực từ tháng 2/2019), trái phiếu phát hành theo hình thức riêng lẻ bị hạn chế giao dịch trong phạm vi dưới 100 nhà đầu tư, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, trong vòng 1 năm kể từ ngày hoàn thành đợt phát hành. Trong khi đó, theo dự thảo sửa đổi Luật chứng khoán đang được xem xét, đối với chứng khoán phát hành bởi công ty đại chúng theo hình thức riêng lẻ sẽ giới hạn chỉ trong phạm vi các nhà đầu tư chuyên nghiệp. Trước tình hình đó, TCB cũng đã chủ động đẩy mạnh iFund (được xếp vào nhóm “nhà đầu chứng khoán chuyên nghiệp”) để tiếp tục phát triển hoạt động phân phối trái phiếu doanh nghiệp, chào bán iBond cho khách hàng doanh nghiệp/tổ chức cũng như khuyến khích nhà phát hành chọn hình thức chào bán ra công chúng (ví dụ như VIC122020).

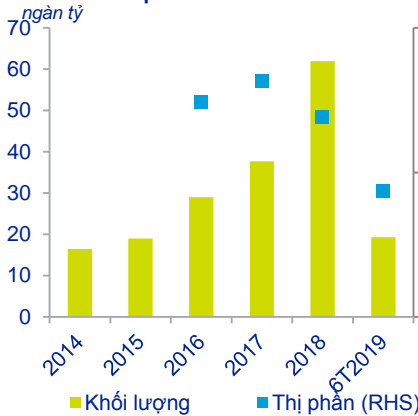
TCBF hiện là quỹ đầu tư trái phiếu có giá trị tài sản ròng (NAV) lớn nhất trong số các quỹ thuộc nhóm sản phẩm iFund. TCB đặt mục tiêu nâng NAV của TCBF lên mức 20 ngàn tỷ đồng vào cuối 2019, gấp 3 lần so với cuối 2018. Ngoài ra vào đầu 2019, TCB ra mắt sản

phẩm FlexiCash (TCFF) nhằm đến dòng tiền ngắn hạn nhàn rỗi của các doanh nghiệp với mục tiêu giá trị tài sản quản lý (AUM) đạt 5 ngàn tỷ đồng vào cuối 2019.

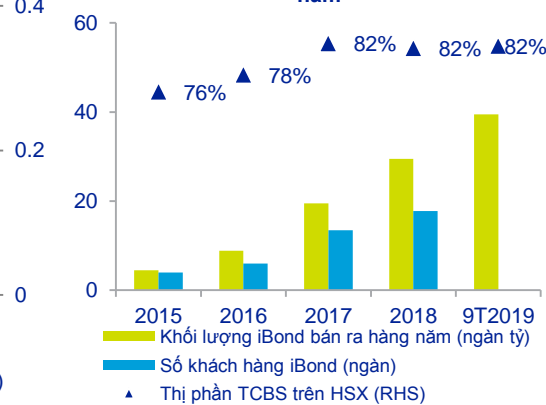
Kết quả 9T2019 cho thấy doanh số phân phối trái phiếu của TCB tăng mạnh 46,3% n/n lên đạt 39,5 ngàn tỷ đồng; đồng thời TCBF đạt quy mô NAV là 15,3 ngàn tỷ đồng (lớn nhất về quy mô quỹ nội đầu tư trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam). Trong khi đó, số dư đầu tư trái phiếu doanh nghiệp của TCB giảm mạnh về còn 41,5 ngàn tỷ đồng, chiếm khoảng 11,3% trong tổng tài sản TCB cuối tháng 9/2019.

Mặc dù có khá nhiều đối thủ trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng thế mạnh về cơ sở khách hàng lớn (vốn có truyền thống huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu và có nhu cầu vốn lớn), danh mục sản phẩm đa dạng, khả năng kết nối hệ thống và kênh phân phối của ngân hàng cộng với khả năng bán chéo/bán thêm tốt sẽ giúp TCB tận dụng cơ hội phát triển mạnh và duy trì vị thế của mình trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

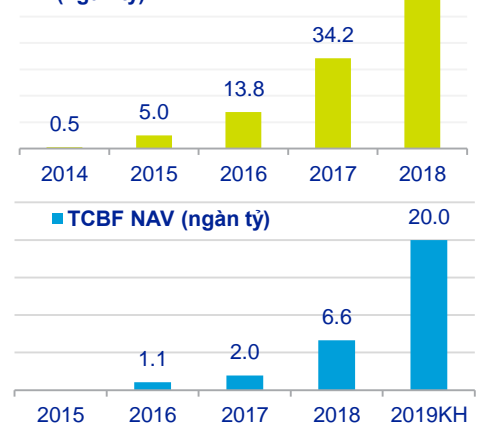
Hình 18: Khối lượng TPDN tư vấn phát hành bởi TCB



Hình 19: Khối lượng TPDN phân phối cho khách hàng cá nhân hàng năm



Khối lượng iBond lũy kế (ngàn tỷ)

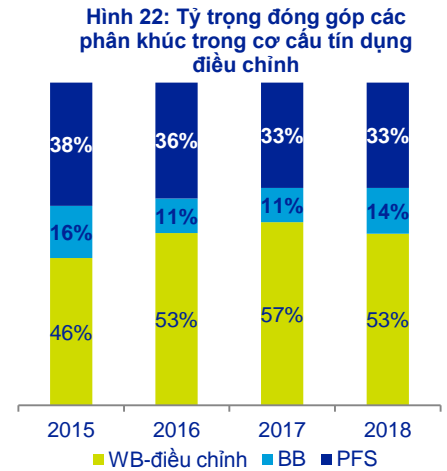
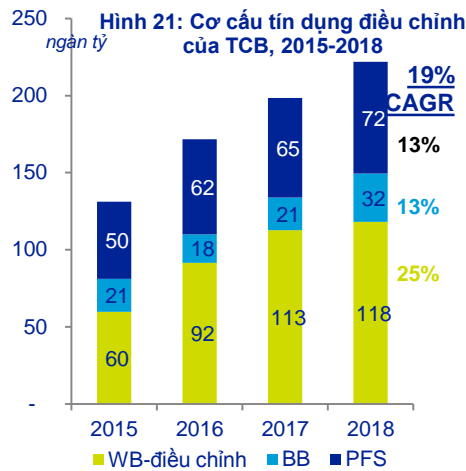
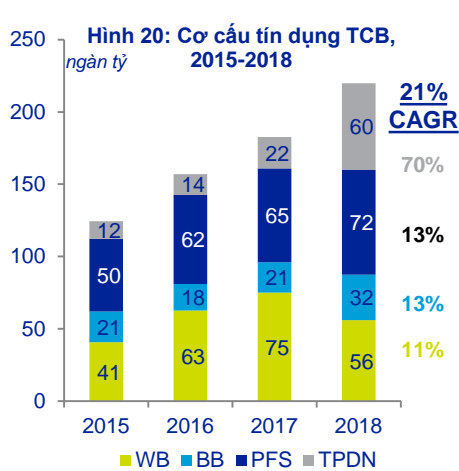


Nguồn: VBMA, HSX, TCB, TCBS, và TCBF

Khách hàng bán buôn vẫn rất quan trọng đối với TCB

Cấu trúc cho vay theo phân khúc khách hàng đang dịch chuyển theo định hướng của TCB, đó là dịch chuyển sang mảng bán lẻ với tỷ lệ tăng trưởng kép cho vay BB và PFS giai đoạn 2015-2018 đạt 13%, cao hơn con số 11% của phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn (WB) [Hình 20]. Tuy nhiên nếu xét đến khối lượng trái phiếu doanh nghiệp tư vấn phát hành cho nhóm WB là sản phẩm đặc biệt đáp ứng nhu cầu vốn của khách hàng (mặc dù không thể hiện toàn bộ trên bảng cân đối tài sản của TCB), chúng tôi thấy rằng nhóm WB vẫn rất quan trọng đối với TCB.

Theo đó WB chiếm khoảng 53% dư nợ tín dụng điều chỉnh (cho vay khách hàng + khối lượng trái phiếu tư vấn phát hành thông qua TCB hàng năm). Tổng dư nợ tín dụng điều chỉnh tăng từ 131 ngàn tỷ đồng năm 2015 lên đạt 221 ngàn tỷ đồng vào 2018, tương đương tỷ lệ tăng trưởng kép 2015 – 2018 là 19%. Trong đó “WB – điều chỉnh” đóng góp 64% vào tổng tăng trưởng tín dụng chung trong khi BB và PFS lần lượt đóng góp 25% và 11%.



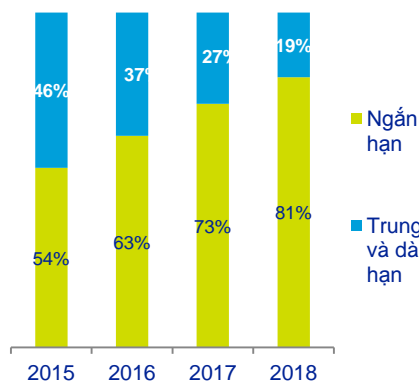
Nguồn: TCB, TCBS và ABCS ước tính

Phân khúc khách hàng doanh nghiệp (BB): triển khai trên chuỗi giá trị 3/6 ngành mục tiêu

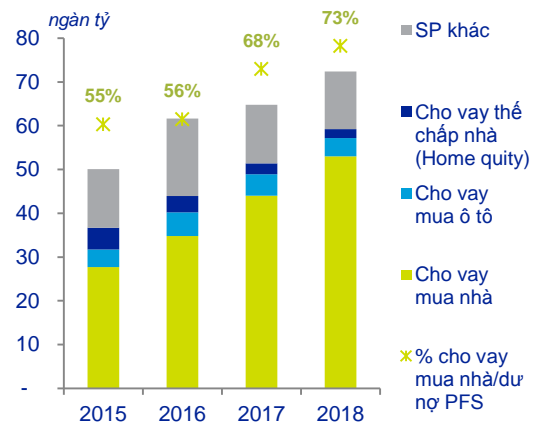
TCB đã khai thác và phát triển phân khúc BB theo chuỗi giá trị của ba ngành mục tiêu gồm bất động sản từ 2016, bán lẻ và hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) từ 2018, và ô tô từ đầu 2019. Có thể dễ nhận ra đây là những ngành "neo" vào HĐKD của Vingroup và Masan.

Việc chuyển đổi này đã giúp dư nợ tín dụng của phân khúc BB tăng 50% n/n trong 2018 và 23% trong 6T2019 so với cuối 2018. Cơ cấu kỳ hạn của danh mục cho vay phân khúc BB cũng dịch chuyển thiên về cho vay ngắn hạn theo đúng kỳ vọng của TCB [Hình 23].

Hình 23: Cơ cấu cho vay phân khúc BB theo kỳ hạn, %



Hình 24: Cơ cấu cho vay cá nhân



Nguồn: TCB

Cho vay mua nhà là trụ cột của phân khúc khách hàng cá nhân; kỳ vọng tăng tỷ trọng cho vay mua ô tô

Cho vay mua nhà đóng góp 73% dư nợ cho vay cá nhân và 33% tổng dư nợ cho vay khách hàng của TCB trong 2018, tăng mạnh so với con số 55% và 25% tương ứng vào 2015 [Hình 24]. Do khách hàng mục tiêu của TCB là nhóm thu nhập trung bình cao và cao cho nên các dự án bất động sản TCB hướng đến thuộc phân khúc A và B, đặc biệt các dự án được phát triển bởi khách hàng "mỏ neo" như Vingroup. Sản phẩm cho vay mua nhà nằm trong hệ sinh thái mục tiêu khá cạnh tranh với nhiều ưu đãi như thời hạn vay dài (có thể lên đến 35 năm), lãi suất ưu đãi cố định trong 12 tháng đầu tiên, thủ tục và thời hạn cho vay được rút gọn và có thể dễ dàng chuyển nhượng khoản vay mua nhà thế chấp.

Tuy nhiên, phân khúc khách hàng mục tiêu của TCB có thể dịch chuyển xuống nhóm thu nhập trung bình, theo chiến lược phát triển thêm các dự án thuộc phân khúc vừa túi tiền của Vinhomes (thuộc Vingroup).

Trong thời gian tới, hoạt động cho vay mua nhà của TCB có thể sẽ gặp phải chướng ngại như (1) NHNN định hướng siết chặt tín dụng đến các ngành rủi ro, trong đó có bất động sản, (2) Vingroup bán sỉ hoặc tìm các nhà đầu tư thứ cấp phát triển các dự án của mình khiến TCB có khả năng mất đi lợi thế tài trợ tín dụng trong các dự án của Vingroup, và (3) Việc mở rộng xuống phân khúc nhà vừa túi tiền kéo theo phân khúc khách hàng vay mua nhà của TCB có khả năng di chuyển xuống nhóm thu nhập trung bình (mass) sẽ ảnh hưởng đến chi phí tín dụng (credit cost) của TCB so với cơ sở khách hàng hiện tại. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng nhờ nền tảng vốn mạnh, TCB có thể đáp ứng yêu cầu vốn đối với danh mục cho vay có hệ số rủi ro cao, do vậy cho vay mua nhà vẫn sẽ chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tín dụng của TCB trong giai đoạn dự phóng.

Chúng tôi có quan điểm tích cực đối với hoạt động cho vay mua ô tô của TCB trong thời gian tới. Hiện dư nợ cho vay mua ô tô đóng góp khoảng 5% trong tổng dư nợ cho vay khách hàng (~5 ngàn tỷ đồng) của TCB với thị phần 3,6% [ACBS ước tính dựa theo số liệu Ken Research, 1/2019], khá nhỏ so với sản phẩm cho vay mua nhà. Tuy nhiên, thị trường tín dụng cho vay mua ô tô tại Việt Nam được đánh giá có tiềm năng cao với tăng trưởng bình quân giai đoạn 2012-2018 đạt 25% và kỳ vọng tiếp tục tốc độ đó trong giai đoạn 2018-2023. Với sự ra đời của Vinfast (thuộc Vingroup) và kế hoạch khai thác chuỗi giá trị ngành ô tô (triển khai từ 2019) chúng tôi cho rằng sản phẩm cho vay mua ô tô sẽ tăng tỷ trọng trong danh mục cho vay của TCB trong những năm tới.

Cho vay khách hàng sẽ dẫn dắt tăng trưởng tín dụng dự phóng

Với việc hoàn thành Basel II, chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2019 của TCB tăng từ 13% lên 17%. Tăng trưởng tín dụng 9T2019 của TCB đã đạt 12,6%, chủ yếu đến từ tăng trưởng dư nợ cho vay khách hàng trong khi số dư đầu tư trái phiếu doanh nghiệp giảm mạnh. Với hạn mức tín dụng đã cấp cho khách hàng vẫn chưa giải ngân lên đến 140 ngàn tỷ đồng vào tháng 9/2019, tương đương 58% dư nợ tín dụng hiện nay, việc nới chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng là cần thiết đối với TCB mặc dù con số chỉ tiêu sau khi được nới cũng không cao hơn các ngân hàng tư nhân топ đầu khác trong khi TCB sở hữu CAR cao hơn.

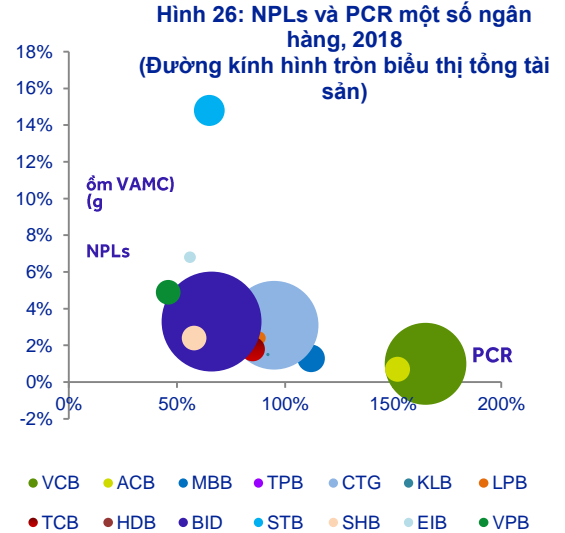
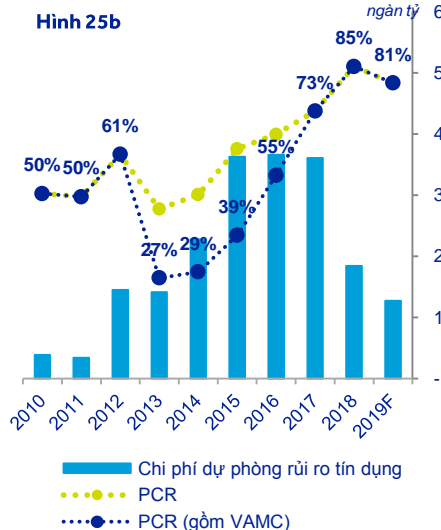
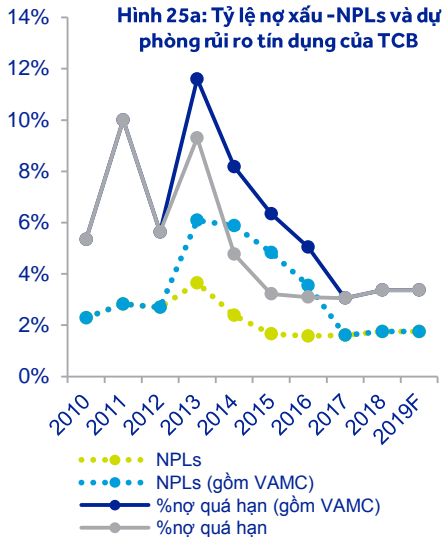
Trên cơ sở đó chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng hàng năm của TCB trong giai đoạn dự phóng đạt khoảng 14%-15% và chủ yếu đến từ cho vay khách hàng, đặc biệt là phân khúc BB và PFS, hơn là đầu tư TPDN. Việc khai thác chuỗi giá trị ngành bất động sản, FMCG và ô tô được kỳ vọng sẽ tác động tích cực lên dư nợ cho vay khách hàng. Trong khi đó, chúng tôi không kỳ vọng tỷ trọng đầu tư trái phiếu doanh nghiệp sẽ tăng lên so với mức cuối 2018 bởi chúng tôi cho rằng TCB sẽ đẩy mạnh hơn nữa việc phân phối trái phiếu ra các nhà đầu tư bên ngoài để thích ứng với chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng hàng năm khá hạn chế.

Quản trị rủi ro và chất lượng tài sản

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm nhẹ trong 2019

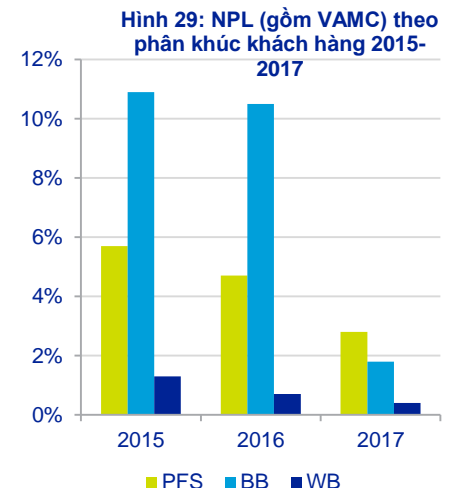
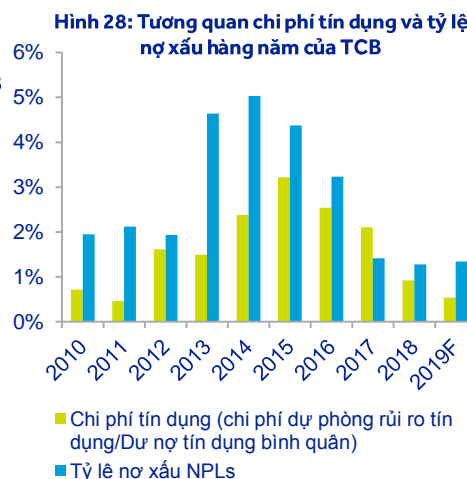
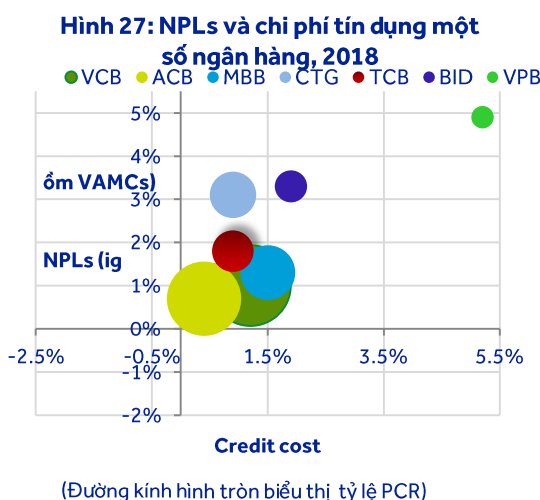
Việc quản trị rủi ro được TCB khá chú trọng khi ngân sách dành cho hoạt động này (gồm cho quản trị rủi ro và khác) chiếm khoảng 31% tổng ngân sách đầu tư cải tiến công nghệ. Quy trình quản trị rủi ro của TCB được chuẩn hóa và chuyên biệt hóa cho từng phân khúc khách hàng nhằm tăng cường khả năng am hiểu khách hàng cũng như xây dựng hệ thống cảnh báo sớm. Ngoài ra, TCB đã áp dụng chuẩn mực quản trị và báo cáo tài chính theo quy định quốc tế - IFRS 9 từ đầu 2018.

Chất lượng tài sản của TCB đã cải thiện đáng kể. Sau khi tất toán xong trái phiếu VAMC và giảm tỷ lệ nợ xấu (NPL) xuống dưới 2% từ nửa cuối năm 2017. Tài sản không hoạt động là các khoản phải thu liên quan đến việc xử lý nợ xấu lịch sử cũng đã được TCB thu hồi trong Q3/2018 (tuy nhiên Q3/2019 tái xuất hiện ~500 tỷ đồng phải thu). Đồng thời tỷ lệ dự phòng bao phủ nợ xấu (Provision coverage ratio – PCR = dự phòng rủi ro tín dụng/nợ xấu) tăng từ mức 50% giai đoạn 2010-2011 lên 88% trong Q1/2019 [Hình 25].



Nguồn: BCTC các ngân hàng, ACBS ước tính.

So sánh với nhóm ngân hàng niêm yết, tỷ lệ bao phủ nợ xấu – PCR và tỷ lệ nợ xấu của TCB tốt hơn đa số các ngân hàng khác ngoại trừ VCB, MBB và ACB. Bên cạnh đó chúng tôi nhận thấy chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của TCB giảm khá mạnh trong 9T2019 dẫn đến tỷ lệ dự phòng bao phủ nợ xấu của TCB giảm còn 77%. Dù vậy chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ tăng khả năng bao phủ nợ xấu hơn nữa trong giai đoạn dự phóng, đặc biệt khi khách hàng mục tiêu di chuyển xuống nhóm có thu nhập trung bình. Chi phí tín dụng (credit cost) sẽ tăng dần lên mức 1,2% từ 2022 và tỷ lệ dự phòng bao phủ nợ xấu sẽ hồi phục về mức 85% từ 2022.



Nguồn: BCTC các ngân hàng, ACBS ước tính.

Giảm rủi ro phân khúc khách hàng doanh nghiệp và cá nhân

Số liệu lịch sử của TCB cho thấy phân khúc BB có tỷ lệ nợ xấu cao nhất so với các phân khúc khách hàng khác. Cụ thể, tỷ lệ nợ xấu phân khúc BB cao nhất là vào năm 2015, đạt 10,9%

trong khi cùng thời điểm nợ xấu phân khúc WB chỉ 1,3% [Hình 29]. Do đó, trong giai đoạn 2016-2017, TCB đã tái cấu trúc lại hoạt động phân khúc BB theo chiến lược mới.

Để nhận ra, chiến lược này gắn rủi ro tín dụng của phân khúc BB vào khách hàng phân khúc WB của ngân hàng với mục đích giảm rủi ro cho phân khúc BB ngoài những gì ngân hàng công bố là lựa chọn ngành và lĩnh vực kinh doanh tiềm năng. Về vận hành, TCB cũng xây dựng các trung tâm khách hàng doanh nghiệp (BBC) với các chuyên viên quan hệ khách hàng (RM) cho mỗi nhóm ngành. Mục đích của việc này là tập trung và chuyên môn hóa việc quản lý rủi ro bên cạnh mục tiêu tăng cường khả năng am hiểu khách hàng để thiết kế sản phẩm phù hợp với nhu cầu khách hàng mục tiêu.

Tương tự đối với phân khúc PFS, rủi ro được kỳ vọng giảm thông qua chiến lược tiếp cận chuỗi giá trị và phân tích dữ liệu khách hàng (data analysis), đặc biệt hướng đến nhóm khách hàng thu nhập cao và trung cao có mức độ xếp hạng tín nhiệm hơn các nhóm khác hoặc đẩy mạnh các sản phẩm không có hoặc có rủi ro tín dụng thấp.

Rủi ro tập trung

Chiến lược phát triển hiện tại khá thành công, đem lại kết quả tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng cho TCB trong 2 năm gần đây. Tuy nhiên, điều này cũng dấy lên lo ngại về rủi ro tập trung tại TCB khi hoạt động kinh doanh của ngân hàng mở rộng và phát triển dựa trên một số ít doanh nghiệp trong một số lĩnh vực, trong đó có bất động sản được NHNN đánh giá là lĩnh vực rủi ro.

Đơn cử như hệ sinh thái bất động sản đóng góp khoảng 51% dư nợ cho vay khách hàng (6T2019). Phân khúc bán buôn đóng góp 53% dư nợ tín dụng điều chỉnh 2018 [Hình 22]. Vingroup chiếm khoảng 30% trong tổng lượng trái phiếu tư vấn phát hành bởi TCB năm 2018. Các lĩnh vực mục tiêu của TCB khá tương đồng với lĩnh vực kinh doanh của nhóm Vingroup như bất động sản (VinHomes), bán lẻ (VinCommerce), ô tô (VinFast), điện tử (VinSmart), du lịch và nghỉ dưỡng (Vinpearl), v.v

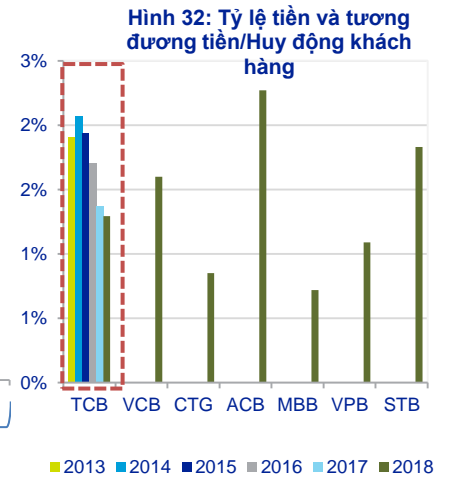
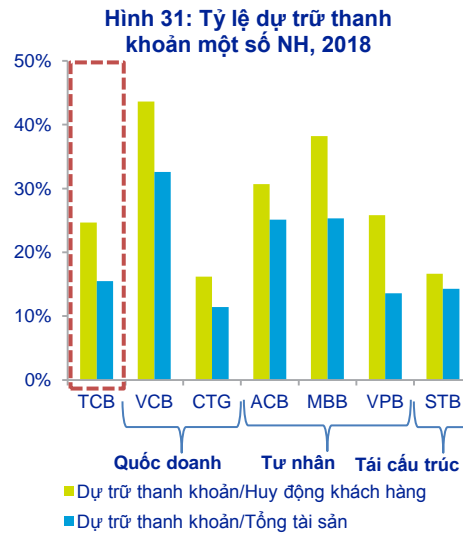
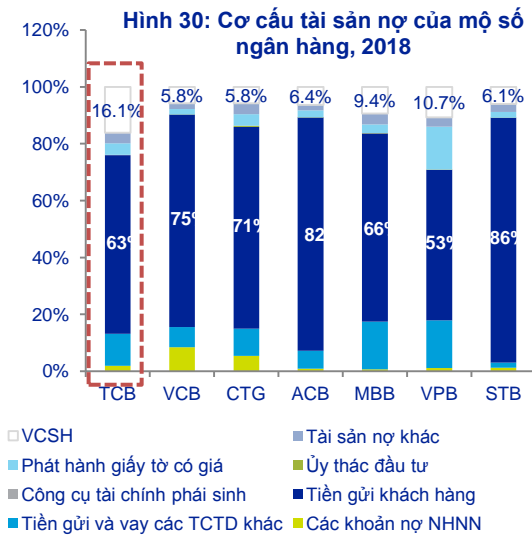
TCB cho biết vấn đề rủi ro tập trung của ngân hàng nằm trong tầm kiểm soát và các hệ số phản ánh vấn đề này đều tốt hơn yêu cầu của cơ quan chức năng. Khách hàng phân khúc WB có hoạt động kinh doanh khá đa dạng với xếp hạng tín dụng tốt, các khách hàng khác trong chuỗi giá trị có sự đa dạng về lĩnh vực kinh doanh cũng như đa dạng phân khúc khách hàng. Tuy nhiên, như chúng tôi đề cập ở trên, mức độ tín nhiệm của các doanh nghiệp trong chuỗi giá trị và khả năng thu hồi tài sản thế chấp của khách hàng có mối liên hệ chặt chẽ với mức độ tín nhiệm/uy tín của doanh nghiệp “mỏ neo”, do đó đây cũng là vấn đề cần chú ý khi đầu tư vào TCB.

Dự trữ thanh khoản cao

Quỹ dự trữ thanh khoản của TCB, gồm tiền, tiền gửi tại NHNN, tiền gửi tại các TCTD khác kỳ hạn dưới 3 tháng và trái phiếu chính phủ, tương đương 25% huy động khách hàng và 16% tổng tài sản, đứng vị trí thứ 4 sau VCB, MBB và ACB trong nhóm ngân hàng niêm yết [Hình 31, 32]. Khả năng thanh khoản cao của TCB đến từ tiềm lực vốn tự có mạnh, đóng góp đến 16% tổng tài sản nợ (2018) trong khi các ngân hàng khác dao động từ 6%-10%. Tỷ lệ cho vay/huy động và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn (theo luật định) của TCB lần lượt là 66% và 37,6%, khá thấp so với mức tối đa 80% và 40%. Dù tính thanh khoản của TCB ở mức tốt, tuy nhiên với tỷ lệ huy động vốn không kỳ hạn (CASA) ở mức cao và có kế hoạch gia tăng hơn nữa, đây cũng là yếu tố nhà đầu tư cần theo dõi.

TCB có kế hoạch phát hành 10.000 tỷ đồng trái phiếu dài hạn trong nửa cuối năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng với vị thế của TCB, chi phí cho đợt phát hành này có thể không phải là

vấn đề đáng lo ngại tác động lên NIM của TCB bởi một số ngân hàng cùng nhóm dẫn đầu đã phát hành trái phiếu thành công với lãi suất khá thấp.



Nguồn: BCTC các ngân hàng, ACBS ước tính.

Kết quả kinh doanh & dự phóng

Lợi nhuận bất thường và giảm dự phòng thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

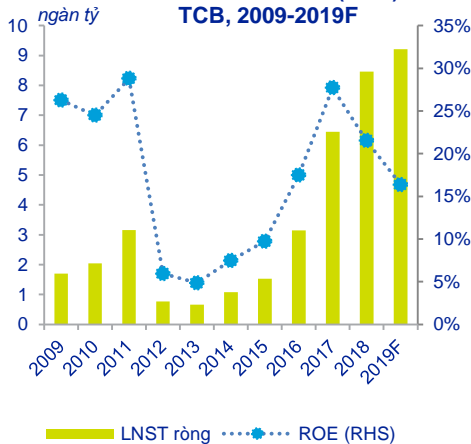
Các con số thể hiện khả năng sinh lợi của TCB hồi phục mạnh so với giai đoạn “thảm họa” 2012-2013 với ROE đạt 21,5%, TOI đạt 18,3 ngàn tỷ đồng (+12% n/n và CAGR 3 năm 25%) và LNST đạt 8,5 ngàn tỷ đồng (+31% n/n và CAGR 3 năm 2015-2018 là 77%) trong 2018. Điểm sáng đến từ thu nhập lãi thuần (NII), thu nhập phí (NFI) và lợi nhuận từ chứng khoán đầu tư, lần lượt tăng trưởng (CAGR) 16%, 41% và 105% trong 3 năm 2015-2018. Bên cạnh đó không thể không kể đến vai trò của những khoản lợi nhuận bất thường ghi nhận một lần khiến kết quả lợi nhuận cuối cùng của TCB tăng trưởng ấn tượng [Hình 33, 34].

Trong 2017, các khoản lợi nhuận ghi nhận một lần này là 1,8 ngàn tỷ đồng gồm phí hỗ trợ ban đầu từ hợp đồng bancassurance độc quyền và thoái vốn khỏi Vietnam Airline (HSX: HVN). Năm 2018, TCB ghi nhận gần 900 tỷ đồng từ thoái vốn TCB Finance, đơn vị phụ trách mảng tài chính tiêu dùng (consumer lending) của ngân hàng với HĐKD có mức độ rủi ro cao, không phù hợp với chiến lược của TCB.

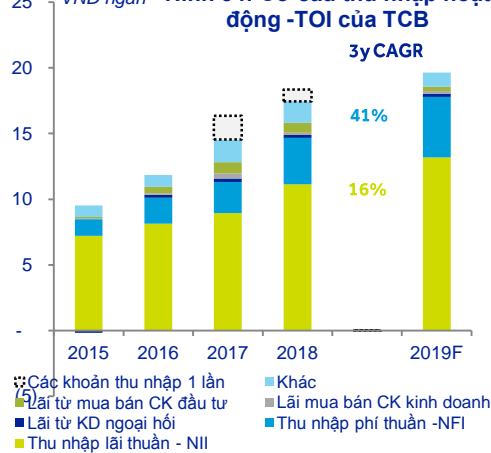
Ngoài ra, việc thu hồi các khoản nợ đã xử lý (gồm nợ xấu và VAMC) cũng đem về một khoản thu nhập đáng kể, vào khoảng 1,4-1,5 ngàn tỷ đồng, cho TCB trong 2017 và 2018. Theo tính toán của chúng tôi, tỷ lệ thu hồi lũy kế của các khoản nợ đã xử lý từ 2012-2018 vào khoảng 29%, khá sát với tỷ lệ thu hồi nợ VAMC (30% vào 2017), cho nên chúng tôi không kỳ vọng lợi nhuận lớn từ thu hồi nợ đã xử lý trong tương lai như trong 2017-2018 [Hình 35].

Riêng 9T2019, TCB báo cáo LNTT tăng 14% n/n lên đạt 8,9 ngàn tỷ đồng (tăng 29% nếu loại trừ lợi nhuận thoái vốn Techcom Finance cùng kỳ năm 2018) chủ yếu nhờ sự giảm mạnh của chi phí dự phòng rủi ro tín dụng về mức 605 tỷ đồng so với con số 1.787 tỷ đồng cùng kỳ.

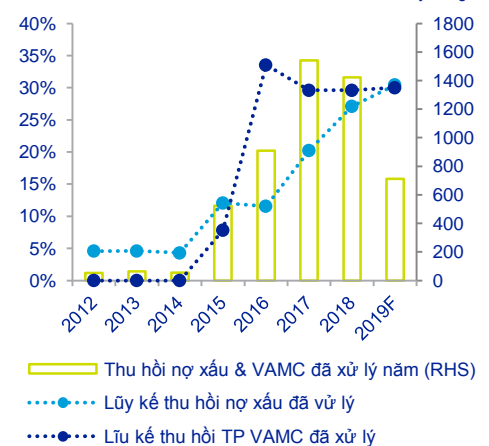
Hình 33: LNST và ROE (RHS) của TCB, 2009-2019F



Hình 34: Cơ cấu thu nhập hoạt động -TOI của TCB



Hình 35



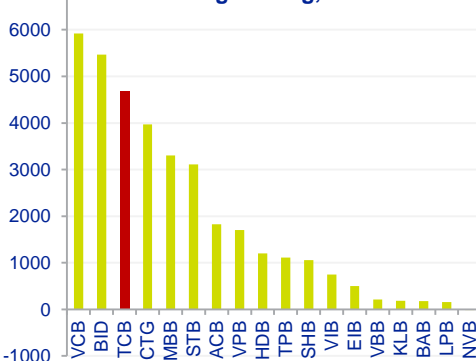
* Tỷ lệ thu hồi nợ đã xử lý = Lũy kế lợi nhuận thu hồi nợ (hoặc VAMC) đã xử lý từ 2012 / Lũy kế nợ xấu (hoặc VAMC) xử lý từ 2012
 Nguồn: TCB, ACBS ước tính.

Đẩy mạnh thu nhập ngoài lãi

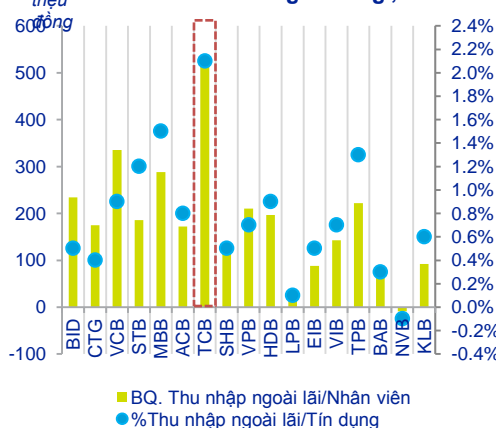
TCB khá thành công trong việc thúc đẩy nguồn thu nhập ngoài lãi với tổng thu nhập ngoài lãi là 4,7 ngàn tỷ đồng trong 2018, chỉ xếp sau VCB và BID về giá trị tuyệt đối. Trong khi đó xét về giá trị tương đối TCB đứng đầu về tỷ lệ thu nhập ngoài lãi so với tổng tài sản, đạt 1,6% trong 2018 và tỷ lệ thu nhập ngoài lãi so với tổng dư nợ tín dụng, đạt 2,1%. TCB còn đứng đầu về con số thu nhập ngoài lãi/nhân viên, đạt 515 tỷ đồng năm 2018 [Hình 36, 37].

TCB xây dựng chiến lược rõ ràng để thúc đẩy nguồn thu nhập phi, đơn cử như (1) Tăng cơ sở khách hàng thông qua khai thác chuỗi giá trị của khách hàng lớn và đẩy mạnh các chiến dịch marketing như miễn phí giao dịch, hoàn tiền, v.v ...; và (2) Đa dạng hóa sản phẩm phù hợp với nhu cầu khách hàng thông qua khả năng am hiểu khách hàng – KYC. Phí tư vấn và phát hành trái phiếu, phí môi giới trái phiếu, hoa hồng hoạt động bancassurance, thu phí dịch vụ thanh toán và tiền mặt được kỳ vọng là nguồn thu nhập ngoài lãi chính cho TCB.

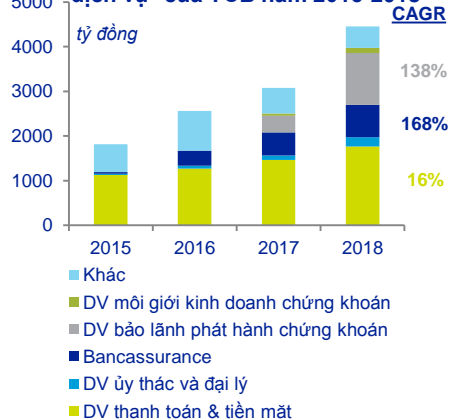
Hình 36: Thu nhập ngoài lãi một số ngân hàng, 2018



Hình 37: Khả năng tạo ra thu nhập /nhân viên 1 số ngân hàng, 2018



Hình 38: Cơ cấu Lãi thuần từ HĐ dịch vụ* của TCB năm 2015-2018



*không gồm thu nhập một lần phí hỗ trợ bancassurance năm 2017

Nguồn: BCTC các ngân hàng, ACBS ước tính.

Thu nhập ngoài lãi của TCB tăng trưởng khá thấp trong 9T2019, chỉ đạt khoảng 2,4% n/n trong 9T2019 do sự đi ngang của thu nhập phi thuần, do (1) sự gia tăng đáng kể chi phí cho dịch vụ thanh toán và tiền mặt và (2) sự chứng lại mảng bancassurance và tư vấn phát hành

trái phiếu. Chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi của TCB sẽ phục hồi nhưng với tốc độ ổn định hơn, đạt khoảng 20% từ năm 2020.

- Thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam tăng trưởng mạnh từ 2018 với khối lượng phát hành mới tăng 95% và tổng giá trị lưu hành tăng 53% vào 2018. Với vị thế dẫn đầu trên thị trường trái phiếu sơ cấp và thứ cấp, và quan hệ hợp tác bền vững với các doanh nghiệp hàng đầu như Vingroup và Masan vốn có nhu cầu huy động lớn từ thị trường trái phiếu, chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ tận dụng cơ hội tăng trưởng của thị trường trái phiếu Việt Nam. TCB ghi nhận 1,1 ngàn tỷ đồng phí tư vấn phát hành trái phiếu năm 2018 trên tổng khối lượng tư vấn 62 ngàn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động này sẽ đem về không dưới 1 ngàn tỷ đồng thu nhập cho TCB mỗi năm trong giai đoạn dự phóng. Ngoài ra, với khối lượng trái phiếu doanh nghiệp dự trữ lớn, chiếm khoảng 19% tổng tài sản TCB cuối 2018, chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ chú trọng hơn hoạt động môi giới trái phiếu và iFund trong 2019. Đến tháng 9/2019, TCB đã giảm tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp trong tổng tài sản về còn khoảng 11%.
- Hợp đồng độc quyền 15 năm bancassurance năm 2017 giúp TCB hiện thực hóa được một phần tiềm năng từ thị trường bảo hiểm Việt Nam. TCB cho biết ngân hàng chiếm khoảng 17% thị phần bancassurance năm 2018 (dựa trên doanh số thu phí thuần). Trong 9T2019, TCB ghi nhận tăng trưởng 26% n/n về thu nhập phí bancassurance và được kỳ vọng duy trì tốc độ tăng trưởng 20%-30% n/n trong giai đoạn dự phóng.
- Dịch vụ thẻ đóng góp khoảng 11% tổng thu nhập phí của TCB năm 2018 và tăng lên 16% trong 6T2019. TCB nằm trong nhóm 10 ngân hàng có số lượng thẻ tài chính phát hành nhiều nhất tại Việt Nam. Lợi thế cơ sở khách hàng thuộc phân khúc thu nhập cao và trung cao sẽ giúp TCB thúc đẩy thu nhập từ hoạt động này trong giai đoạn tiếp theo.
- TCB chú trọng đầu tư vào nền tảng ngân hàng giao dịch, đơn cử như internet banking, mobile banking, ứng dụng tư vấn và giao dịch chứng khoán, ứng dụng quản lý tài sản nhằm tăng trải nghiệm khách hàng bên ngoài kênh phân phối vật lý của ngân hàng. Các chiến dịch marketing và tiếp cận chuỗi giá trị các ngành mục tiêu nhằm mục đích tăng cơ sở khách hàng và khuyến khích khách hàng chọn TCB làm ngân hàng giao dịch chính, từ đó tăng CASA và thu nhập phí gia tăng khác. Giai đoạn 2016-2018, thu nhập phí dịch vụ thanh toán và tiền mặt tăng trưởng bình quân hàng năm (CAGR) là 16%; chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng CAGR 30% trong giai đoạn dự phóng dựa trên kết quả đẩy mạnh chi phí đầu tư công nghệ trong 2019. Tuy nhiên, hệ quả của việc đẩy mạnh đầu tư và marketing cho hoạt động này sẽ ảnh hưởng biên lợi nhuận ròng của hoạt động dịch vụ.

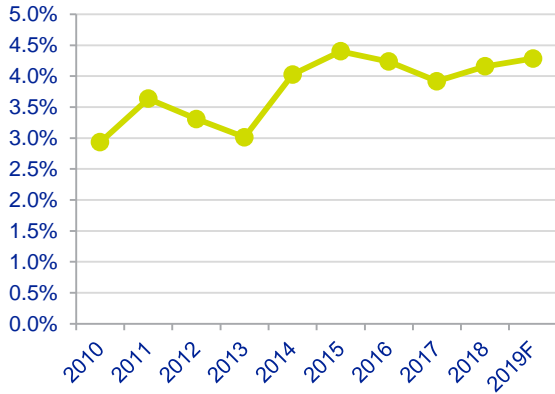
Thu nhập lãi thuần tăng trưởng với NIM tốt hơn

Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên – NIM cải thiện từ 3,92% năm 2017 lên 4,16% năm 2018 và 4,33% trong 9T2019, tốt hơn so với NIM trung vị của nhóm ngân hàng niêm yết. NIM của ngân hàng được hỗ trợ bởi xu hướng tăng tỷ lệ CASA trong tổng nguồn vốn huy động từ khách hàng, với 13% năm 2012 lên 29% năm 2018 và 30% trong 9T2019. Hiện TCB có tỷ lệ CASA thuộc nhóm tốt nhất ngành, tương đương MBB và VCB [Hình 41, 42].

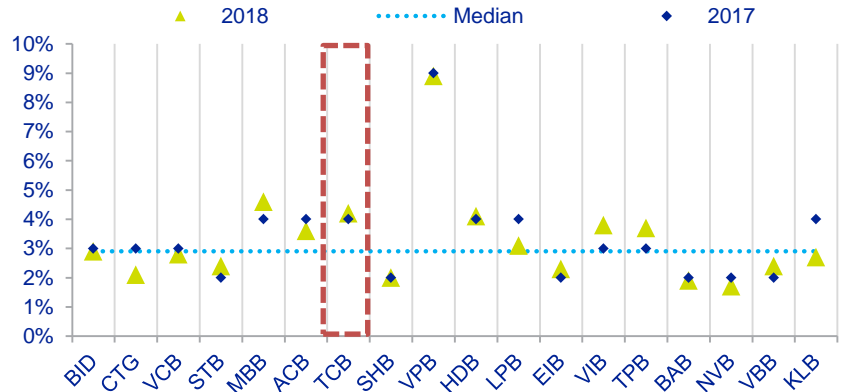
Như đã đề cập ở trên, TCB khuyến khích tăng CASA thông qua tăng cơ sở khách hàng và mức độ gắn kết của khách hàng với các chiến dịch miễn phí giao dịch cho khách hàng cá nhân và doanh nghiệp, hoàn tiền cho chủ thẻ, ... và tận dụng tiếp cận khách hàng trong

chuỗi giá trị mục tiêu. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA của TCB tăng lên mức 36% vào 2021 và đồng thời nâng NIM dự phóng tiếp tục cải thiện lên mức 4,98%.

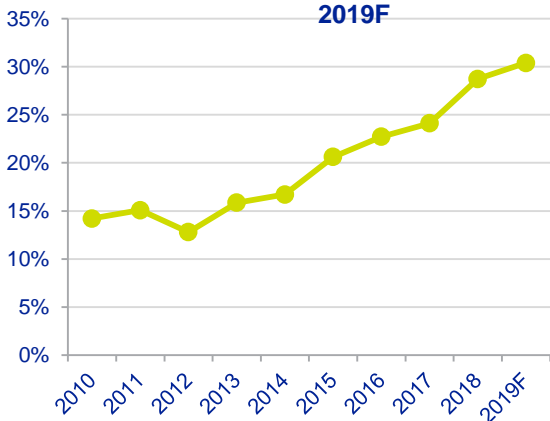
Hình 39: TCB NIM, 2010-2019F



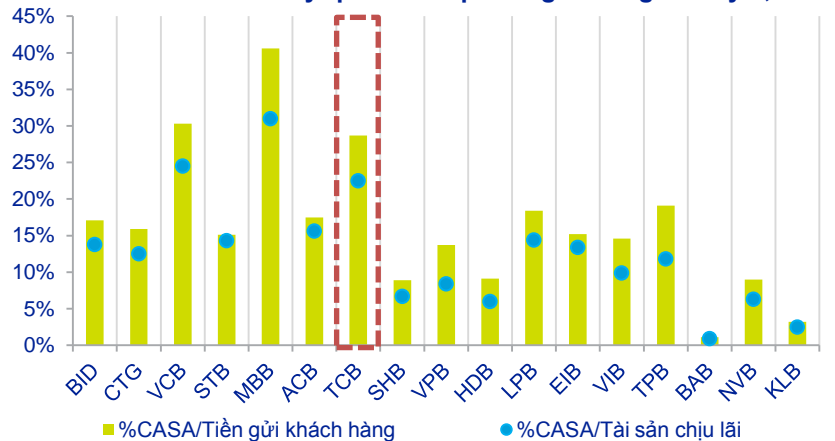
Hình 40: NIM một số ngân hàng niêm yết 2018



Hình 41: Tỷ lệ CASA của TCB, 2010-2019F



Hình 42: Tỷ lệ CASA một số ngân hàng niêm yết, 2018

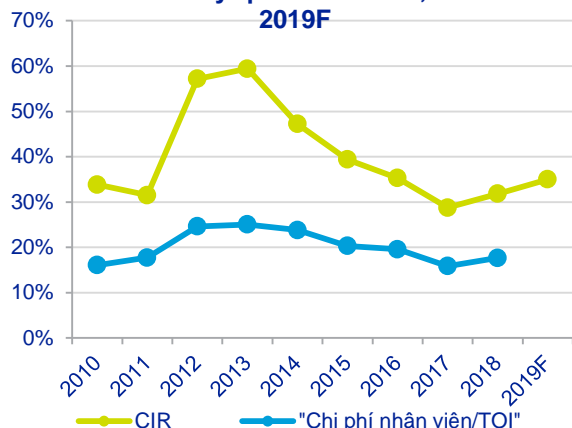


Nguồn: BCTC các ngân hàng, ACBS ước tính.

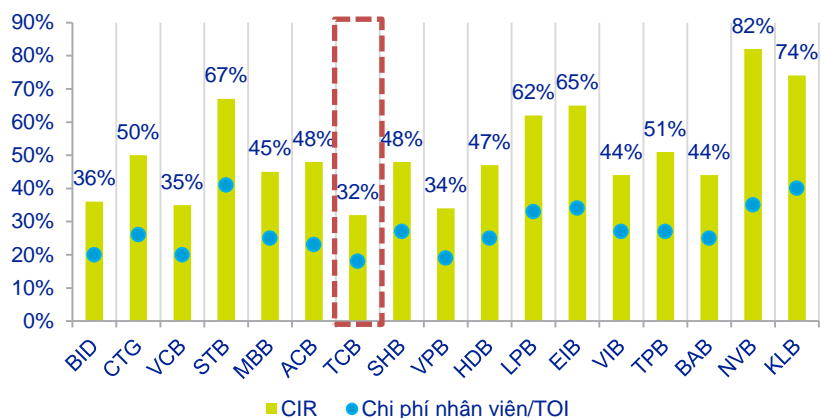
CIR thấp và kỳ vọng tiếp tục duy trì

Chúng tôi đánh giá cao khả năng quản lý chi phí của TCB với tỷ lệ chi phí/thu nhập – CIR chỉ 32% năm 2018. Lợi thế này đến từ việc tỷ lệ chi phí nhân viên/ thu nhập của TCB (18% năm 2018) khá thấp so với các ngân hàng khác trong khi các chi phí hoạt động khác/thu nhập của TCB cũng khá tương đồng với nhiều ngân hàng như VPB, VCB, và BID (khoảng 14%-15%) [Hình 43, 44]. Chúng tôi cho rằng đây là kết quả của chiến lược đầu tư vào công nghệ và ngân hàng sở hữu đội ngũ nhân viên có năng suất làm việc cao. Khả năng tạo ra doanh thu (TOI)/nhân viên của TCB có xu hướng cải thiện và hiện chỉ đứng sau VCB [Hình 45, 46]. Trong 9T2019, CIR của TCB nhích lên 35% và được kỳ vọng sẽ duy trì tỷ lệ này trong giao đoạn dự phóng xuất phát từ việc giải ngân 90 triệu USD cho công nghệ trong 2019.

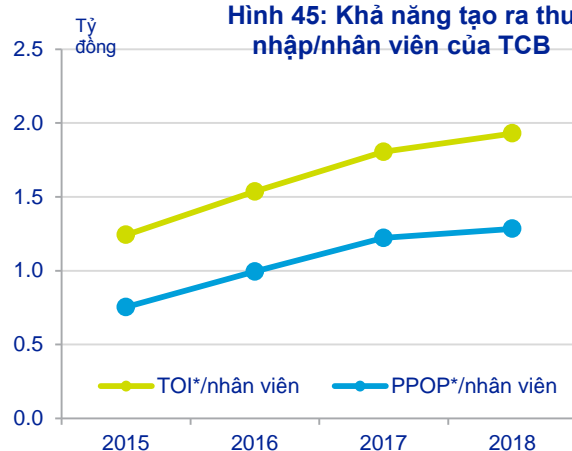
Hình 43: Tỷ lệ CIR của TCB, 2010-2019F



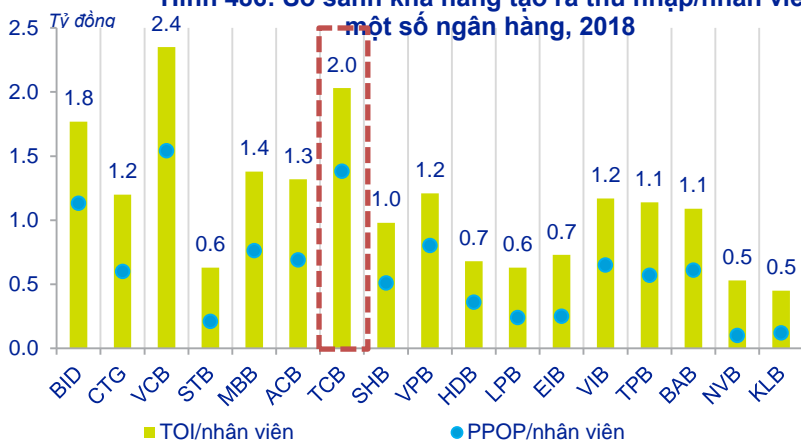
Hình 44: Tỷ lệ CIR một số ngân hàng niêm yết, 2018



Hình 45: Khả năng tạo ra thu nhập/nhân viên của TCB



Hình 486: So sánh khả năng tạo ra thu nhập/nhân viên một số ngân hàng, 2018



*Không gồm lợi nhuận bất thường
Nguồn: BCTC các ngân hàng

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp thu nhập thặng dư (RI) và so sánh (theo hệ số P/B) để định giá cổ phiếu TCB với tỷ lệ 50% cho mỗi phương pháp. Giá mục tiêu 2020 được xác định ở mức 31.800 đồng/cổ phiếu, cao hơn 30% so với thị giá cổ phiếu.

Kết quả định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư:

<i>DVT: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác</i>	2020F	2021F	2022F	2023F
Trích quỹ khen thưởng phúc lợi	56	60	68	80
Thu nhập thuộc về cổ đông	9.861	11.260	13.193	15.373
Re	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
Thu nhập thặng dư	1.849	1.955	2.411	2.862
Hiện giá thu nhập thặng dư	1.849	1.728	1.885	1.978
Hiện giá giá trị tới hạn	31.851			
Giá trị cổ đông cuối 2019	110.253			
Số lượng cổ phiếu (triệu)	3.500			
Giá cổ phiếu (VND/cp)	31.497			

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh:

	2020YE
P/B trung bình	1,58
Giá trị sổ sách (điều chỉnh)	20.273
Giá cổ phiếu (VND/cp)	32.031

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TCB	Giá hiện tại (đồng):		24.350	Giá mục tiêu (đồng):	31.800	Vốn hóa (tỷ đồng):	85.228
(đơn vị tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Thu nhập lãi thuần	8.142	8.930	11.127	13.994	16.601	19.578	22.836
Lợi nhuận từ dịch vụ	1.956	3.812	3.536	3.472	4.167	5.000	6.000
Thu nhập ngoài lãi khác	1.735	3.601	3.687	2.394	2.304	2.782	3.168
Tổng thu nhập hoạt động	11.833	16.344	18.350	19.860	23.072	27.361	32.004
Tăng trưởng (%)	26,6%	38,1%	12,3%	8,2%	16,2%	18,6%	17,0%
Chi phí hoạt động	-4.175	-4.698	-5.843	-6.951	-8.075	-9.576	-11.201
LN trước CPDP RRTD - PPOP	7.658	11.646	12.507	12.909	14.997	17.784	20.803
Tăng trưởng (%)	35,2%	52,1%	7,4%	3,2%	16,2%	18,6%	17,0%
Chi phí dự phòng RRTD	-3.661	-3.609	-1.846	-1.173	-2.616	-3.654	-4.249
LNTT	3.997	8.036	10.661	11.736	12.380	14.130	16.554
LNST	3.149	6.446	8.474	9.389	9.904	11.304	13.243
EPS (đồng) – trước hiệu chỉnh	3.529	5.514	2.415	2.671	2.817	3.217	3.769
Tác động chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,3	0,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EPS (đồng)- hiệu chỉnh	1.176	1.838	2.415	2.671	2.817	3.217	3.769
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	108,1%	56,2%	31,4%	10,6%	5,5%	14,2%	17,2%

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Dư nợ tín dụng	156.991	182.541	219.595	256.861	293.344	336.576	383.653
Tăng trưởng (%)	26,3%	16,3%	20,3%	17,0%	14,2%	14,7%	14,0%
Tiền gửi khách hàng	173.449	170.971	201.415	221.213	246.714	275.826	309.152
Tăng trưởng (%)	21,9%	-1,4%	17,8%	9,8%	11,5%	11,8%	12,1%
Tổng tài sản	235.363	269.392	320.989	366.316	414.858	468.034	532.485
Tăng trưởng (%)	22,6%	14,5%	19,2%	14,1%	13,3%	12,8%	13,8%
Vốn chủ sở hữu	19.586	26.931	51.713	61.102	70.963	82.222	95.415
Tăng trưởng (%)	19,0%	37,5%	92,0%	18,2%	16,1%	15,9%	16,0%
BVPS (đồng)	22.062	26.231	22.184	17.465	20.273	23.489	27.258

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
NPL (%)	3,6%	1,6%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
PCR (%)	55,4%	72,9%	85,1%	80,2%	81,2%	83,3%	85,5%
NIM (%)	4,2%	3,9%	4,2%	4,5%	4,8%	5,0%	5,1%
CIR (%)	35,3%	28,7%	31,8%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
ROA (%)	1,5%	2,6%	2,9%	2,7%	2,5%	2,6%	2,6%
ROE (%)	17,5%	27,7%	21,5%	16,7%	15,0%	14,8%	14,9%
PER (x)	20,7	13,2	10,1	9,1	8,6	7,6	6,5
PBR (x)	1,1	0,9	1,1	1,4	1,2	1,0	0,9
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Moody's Rating:

Vào 9/10 Moody thông báo xem xét hạ bậc xếp hạng tín nhiệm TCB và một số ngân hàng khác trong kỳ sắp tới sau khi thông báo xem xét hạ bậc tín nhiệm quốc gia (Việt Nam).

Standard & Poor's

Triển vọng	ỔN ĐỊNH	Triển vọng	ỔN ĐỊNH
Định hạng nhà phát hành nợ nội tệ	Ba3	Nhà phát hành ngoại tệ dài hạn	BB-
Định hạng nhà phát hành nợ ngoại tệ	Ba3	Nhà phát hành nội tệ dài hạn	BB-
Định hạng tiền gửi bằng ngoại tệ dài hạn	B1	Nhà phát hành ngoại tệ ngắn hạn	B
Định hạng tiền gửi bằng nội tệ dài hạn	Ba3	Nhà phát hành nội tệ ngắn hạn	B
Xếp hạng sức mạnh tài chính	WR		
Định hạng nợ ngoại tệ ngắn hạn	NP		
Định hạng nợ nội tệ ngắn hạn	NP		
Đánh giá xếp hạng rủi ro đối tác dài hạn	Ba2(cr)		
Đánh giá xếp hạng rủi ro đối tác ngắn hạn	Ba2(cr)		
Xếp hạng tín dụng cơ sở - BCA	ba3		
Xếp hạng tín dụng cơ sở điều chỉnh	ba3		
Định hạng rủi ro đối tác dài hạn (ngoại tệ)	Ba2		
Định hạng rủi ro đối tác dài hạn (nội tệ)	Ba2		
Định hạng rủi ro đối tác ngắn hạn (ngoại tệ)	NP		
Định hạng rủi ro đối tác ngắn hạn (nội tệ)	NP		

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Phó phòng phân tích

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chiitk@acbs.com.vn

CVPT – Tài chính

Trần Thị Hải Yến

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)
yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Trần Nhật Trung

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

CVPT – Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp

Trần Trí An Phúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)
phuctta@acbs.com.vn

NVPT – Khối khách hàng cá nhân

Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – Kỹ thuật

Lương Duy Phước

(+84 28) 3823 4159 (x250)
phuocld@acbs.com.vn

KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 28) 54 043 070
tyler@acbs.com.vn

Giám đốc Kinh doanh KHĐC

Patrick Mitchell

(+84 28) 5404 6632
patrick@acbs.com.vn

NV Quan hệ doanh nghiệp

Lê Thị Mai Như

(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)
nhultm@acbs.com.vn

NV Chăm sóc khách hàng

Lê Nguyễn Tiến Thành

(+84 28) 3823 4798
thanhln@acbs.com.vn

NV Chăm sóc khách hàng

Nguyễn Ngọc Tuyền

(+84 28) 3823 4955
tuyennn@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận

GDKHĐC

Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 54046630 (x308)
huongctk@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Thị Thanh Nhân

(+84 28) 3823 4159 (ext: 311)
nhannntt.sgn@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84 28) 54046626
thanhtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Lý Ngọc Dung

(+84 28) 54046630
dungln.hso@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào.

ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai. **Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2019). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.