

# Ngành Ngân hàng

## Giảm tốc cho tăng trưởng bền vững

### **Giảm tốc tín dụng năm 2019**

Kiểm soát tín dụng chặt chẽ hơn trong năm 2019

Giảm tốc tín dụng cần thiết cho tăng trưởng bền vững lâu dài

### **NIM cải thiện khiêm tốn trong năm 2019**

Mặt bằng lãi suất neo ở mức cao hơn năm ngoái.

NIM cải thiện một cách chọn lọc ở một số ngân hàng.

### **Triển vọng phụ thuộc lớn vào thu nhập ngoài lãi và cắt giảm chi phí**

Thu nhập phí sẽ tăng tỷ trọng đóng góp bên cạnh thu nhập lãi.

Lo ngại về tình trạng nợ xấu thực tế, dự phòng và an toàn vốn

### **Đánh giá các doanh nghiệp niêm yết**

Ngân hàng TMCP Quân đội (HSX-MBB)

Ngân hàng TMCP Á Châu (HNX-ACB)

Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (HSX: TCB)

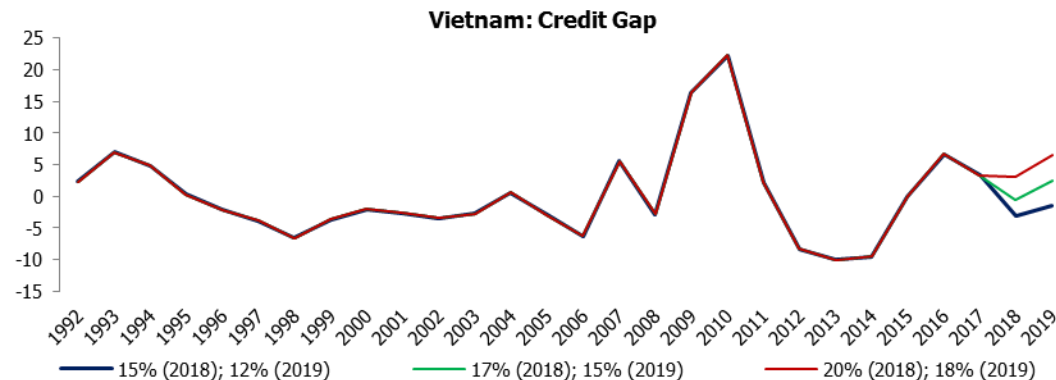
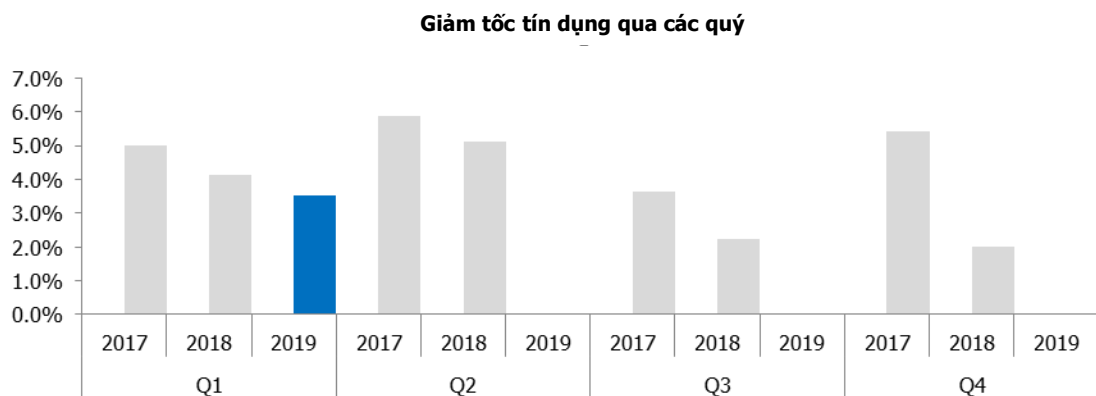
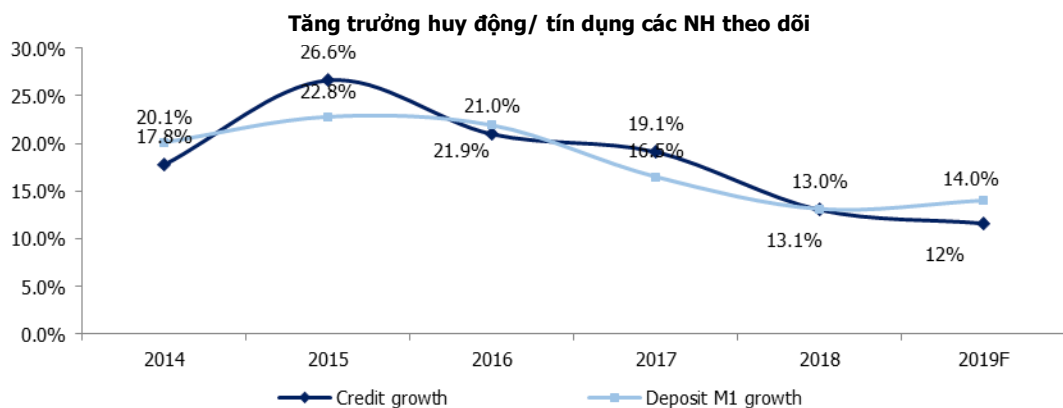
Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HSX: VCB)

### **Que Anh Nguyen**

(+84) 908 762 227

anh.nguyenthique@mbs.com.vn

- Tín dụng 2019 theo mục tiêu của NHNN ở mức 14%, thấp hơn 2018. Tín dụng với các ngân hàng chúng tôi theo dõi cũng được dự phóng ở mức thấp hơn 12.5% n/n (sv. 13% năm 2018) do: (i) lãi suất có xu hướng neo ở mức cao; (ii) các chính sách quản lý tín dụng thận trọng hơn của CP và NHNN.
- Tuy nhiên, giảm tốc tín dụng là cần thiết nhằm cân đối tăng trưởng dài hạn do: (i) tỷ lệ tín dụng trên GDP đạt xấp xỉ 130% trong năm 2018, ở mức cao tương đương năm 2011; (ii) chênh lệch tín dụng trong năm 2018 vẫn ở mức an toàn nhưng việc giảm tốc là cần thiết để kiểm soát chất lượng tài sản.



Nguồn: BCTC NH, NHNN, NFSC, MBS Research

Văn bản	Cơ quan ban hành	Ngày ban hành	Nội dung
<b>Nghị quyết 01/NQ-CP</b>	Chính phủ	01/01/2018	Yêu cầu kiểm soát chặt chẽ tín dụng đối với lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro và tập trung tín dụng cho khu vực sản xuất, kinh doanh.
<b>Văn bản số 563/NHNN-TTGSNH</b>	NHNN	23/01/2018	Yêu cầu các tổ chức tín dụng chuyển dịch cơ cấu tín dụng theo hướng ưu tiên tập trung vốn cho sản xuất, kinh doanh.
<b>Thông tư 15/2018/TT-NHNN</b>	NHNN	18/06/2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hạn chế các tổ chức tín dụng mua trái phiếu doanh nghiệp có mục đích tài trợ các dự án rủi ro.</li> <li>- Các tổ chức tín dụng không được mua trái phiếu doanh nghiệp phát hành có mục đích cơ cấu lại các khoản nợ của doanh nghiệp.</li> <li>- Yêu cầu các tổ chức tín dụng thiết lập hệ thống kiểm soát nội bộ để đánh giá trái phiếu phát hành.</li> </ul>
<b>Chỉ thị 04/CT-NHNN</b>	Thống đốc NHNN	02/08/2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kiểm soát tốc độ tăng trưởng tín dụng theo mục tiêu năm 2018 đã được đề ra.</li> <li>- Tập trung tín dụng vào các lĩnh vực sản xuất, kinh doanh.</li> <li>- Kiểm soát chặt chẽ tín dụng vào các lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro như bất động sản, chứng khoán, dự án BOT, và tín dụng tiêu dùng.</li> </ul>
<b>Dự thảo sửa đổi thông tư 36/2014</b>	NHNN	11/04/2019	<p>5. Short term deposit for medium to long term lending                      Option 1: Till 30 June 2020: 40%; til 30 June 2021: 35%; after 1 July 2021: 30%.                      Option 2: Till 30 June 2020: 40%; til 30 June 2021: 37%; til 30 June 22: 34%; after 1 July 2022: 30%.</p> <p>Appendix 2: Add up to 150% RWA: Lending for personal purpose to individuals up to VND 3bn (eff. 01/01/2020)</p> <p>After 01/01/2020, increase RW from 50% to 100% of loans backed up by land, property use rights/ property other than for business, social housing, and loan value less than 1.5 bn</p>

Nguồn: NHNN, MBS Research

# Ngành Ngân hàng

Chúng tôi cho rằng NIM khó cải thiện trong năm 2019 do áp lực tăng lãi suất, cạnh tranh cho vay bán lẻ, áp lực huy động vốn từ nợ thứ cấp và dự thảo thay Thông tư 36 sau giai đoạn NIM cải thiện mạnh từ năm 2015.

## Lãi suất vẫn neo ở mức cao hơn đầu 2018 nhưng ổn định

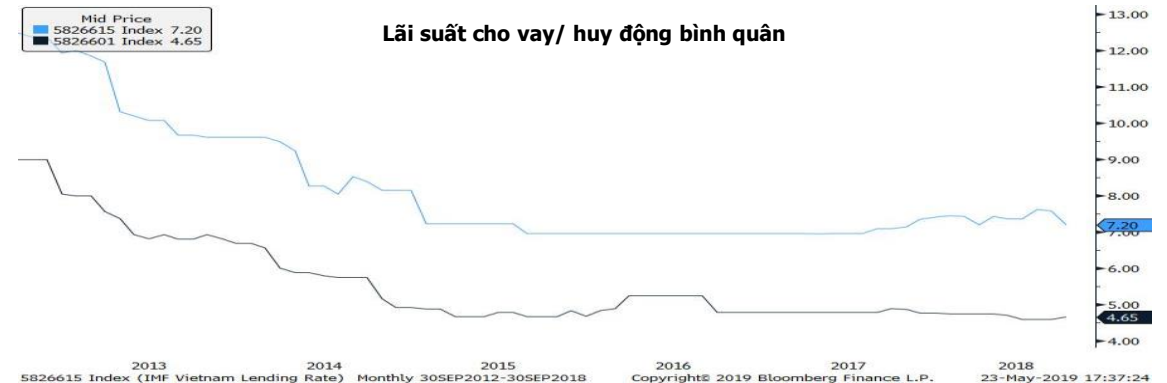
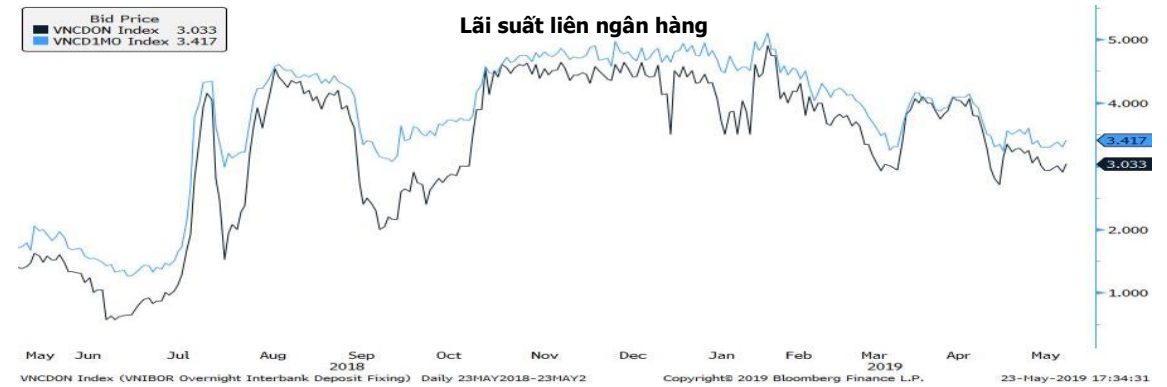
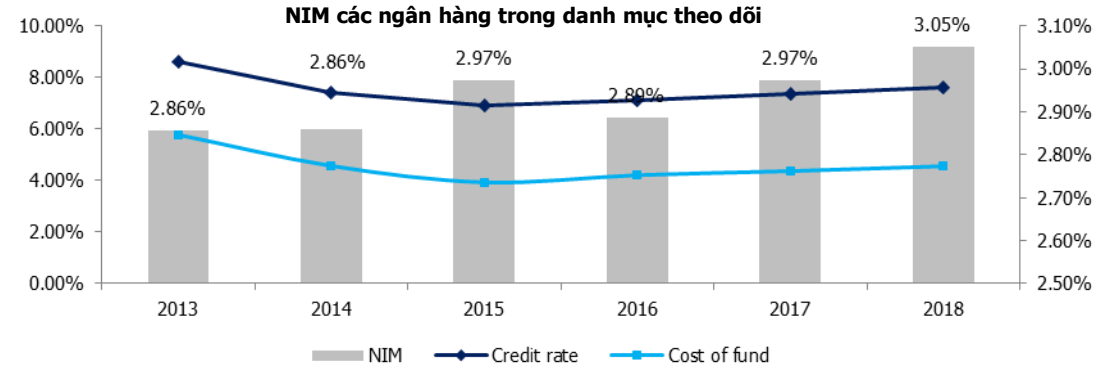
Năm 2019, chúng tôi cho rằng nguồn vốn liên ngân hàng giá rẻ sẽ không còn dồi dào do một số biện pháp thắt chặt tiền tệ gần đây, lạm phát đang có xu hướng tăng và lãi suất trái phiếu chính phủ khó giảm sâu sau giai đoạn đáy 2018.

### Dự phóng lãi suất của các tổ chức phân tích

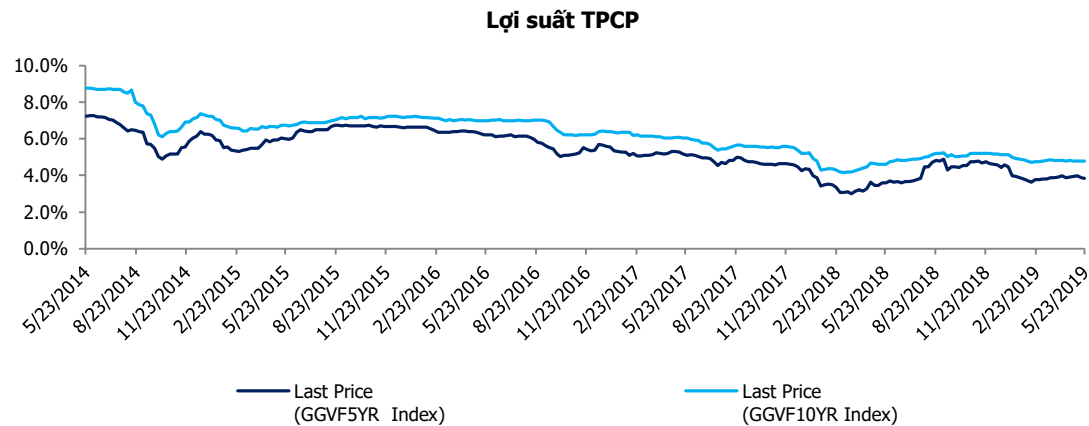
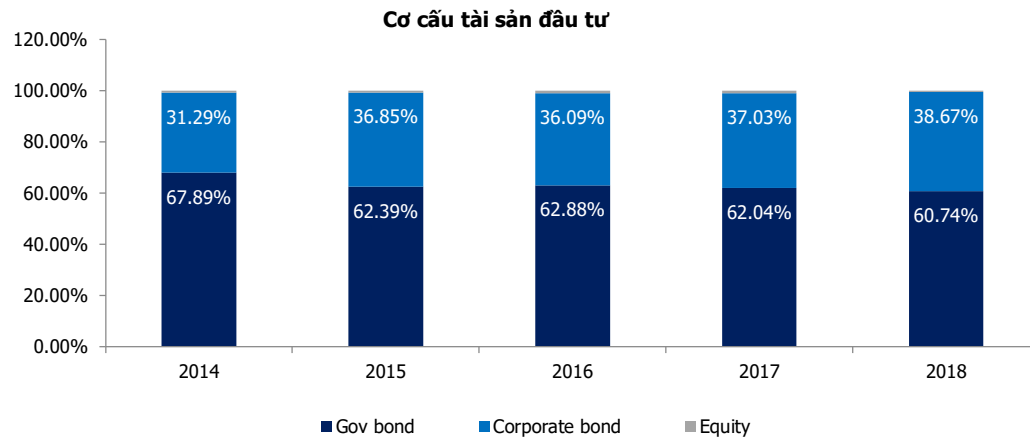
LS điều hành(%)	Hiện tại	Đồng thuận 2018	Đồng thuận 2019
India	6.50%	6.50%	6.55%
Indonesia	5.25%	5.54%	5.64%
Thailand	1.50%	1.60%	1.70%
Malaysia	3.25%	3.30%	3.30%
Philippines	4.00%	3.75%	3.75%
China	4.35%	4.30%	4.30%
Korea	1.50%	1.70%	1.75%
Taiwan	1.38%	1.50%	1.55%
Japan	-0.10%	0.10%	0.00%
Australia	1.50%	1.50%	1.55%

Nguồn: BCTC NH, Bloomberg,, MBS Research

## NIM cải thiện khiêm tốn trong 2019



### NIM có thể được hỗ trợ từ ..



Nguồn: BCTC NH, HNX, MBS Research, Bloomberg

### NIM cải thiện chọn lọc ở một số ngân hàng.

- **MBB và VCB** có thể cạnh tranh về chi phí vốn thấp nhờ lợi thế riêng biệt và CASA cao.
- **TCB** xây dựng được hệ sinh thái tốt nên huy động được lượng CASA dồi dào.
- **VPB và HDB** là các ngân hàng liên quan đến tài chính tiêu dùng, khó có khả năng duy trì NIM cao do tín dụng giảm tốc và cạnh tranh lớn trong ngành.

#### Lending/ Funding Rates 2018

	Cost of fund	Range	Lending rate	Range
VCB	2.81%	Low	5.43%	Low
BID	4.69%	Medium	7.38%	Medium
CTG	5.26%	Medium	7.24%	Medium
TCB	4.06%	Medium	7.63%	Medium
EIB	5.04%	Medium	6.93%	Medium
MBB	3.48%	Low	7.75%	Medium
STB	5.27%	Medium	7.97%	Medium
SHB	6.15%	High	8.25%	Medium
HDB	5.09%	Medium	9.41%	High
LPB	5.69%	Medium	8.61%	Medium
VIB	3.40%	Low	6.12%	Low
ACB	4.83%	Medium	8.13%	Medium
VPB	6.05%	High	14.28%	High
TPB	4.22%	Medium	7.88%	Medium
<b>Median</b>	<b>4.94%</b>		<b>7.81%</b>	
<b>Std. dev.</b>	<b>1.0%</b>		<b>1.0%</b>	

Nguồn: BCTC NH, HNX, MBS Research, Bloomberg

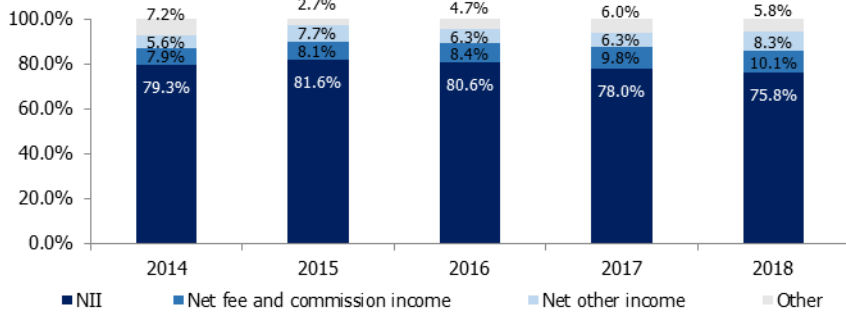


# Ngành Ngân hàng

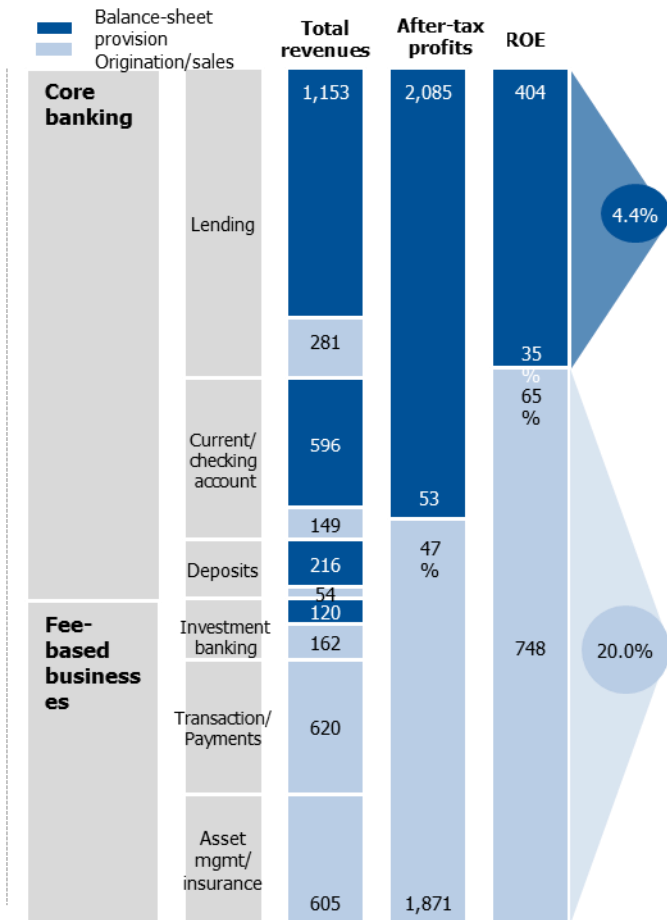
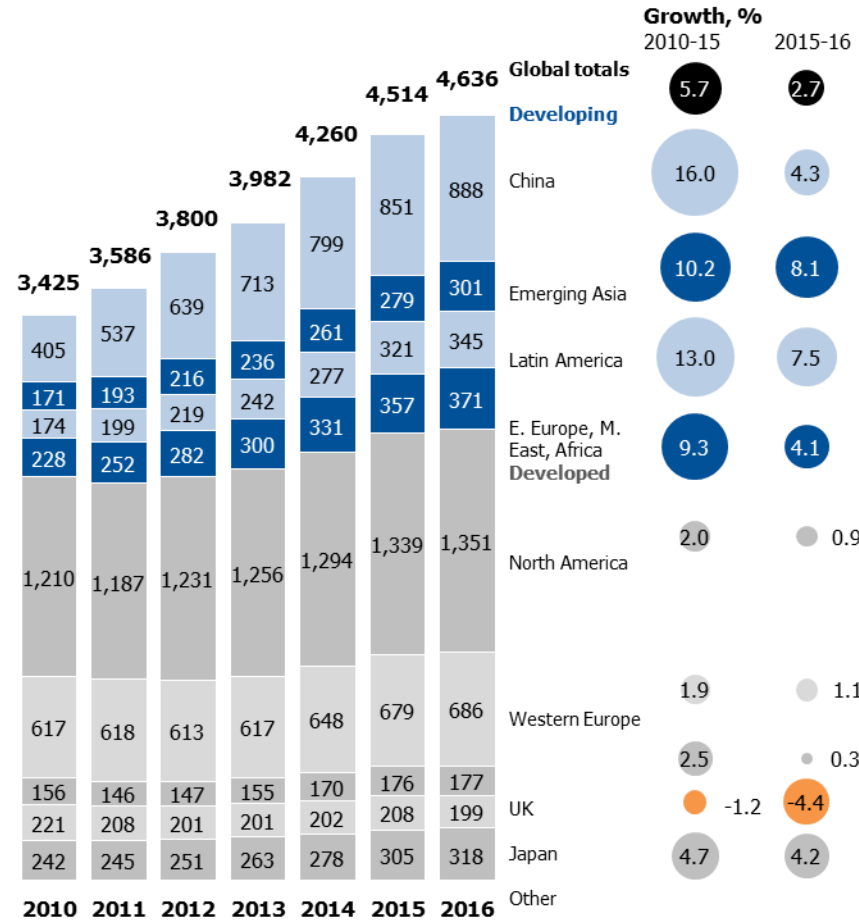
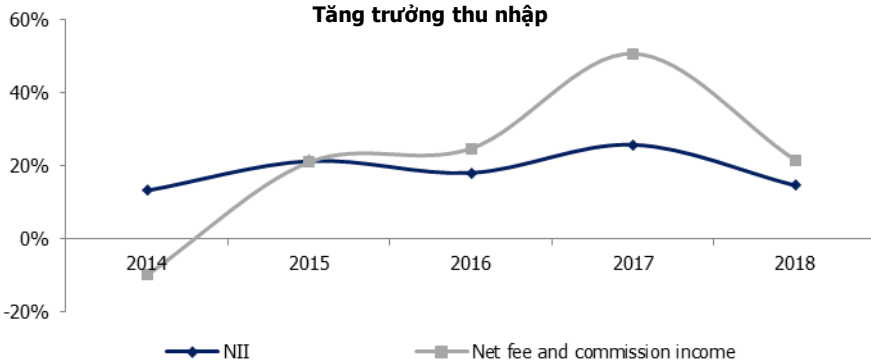
## Triển vọng phụ thuộc lớn vào thu nhập ngoài lãi và cắt giảm chi phí

- Tăng trưởng thu nhập từ phí dịch vụ ngân hàng đến từ: (i) dư địa rất lớn từ mảng Bancassurance; (ii) tăng biểu phí phí dịch vụ ở hầu hết các ngân hàng đầu năm nay và (iii) chiến lược đẩy mạnh ngân hàng bán lẻ và ngân hàng số.
- Xu hướng chung là ở hầu hết các quốc gia tăng tỷ trọng thu nhập dịch vụ với hiệu suất sinh lời cao hơn đang tăng đóng góp, ảnh hưởng các ngân hàng chỉ phụ thuộc vào thu nhập lãi.

Cơ cấu thu nhập hoạt động



Tăng trưởng thu nhập

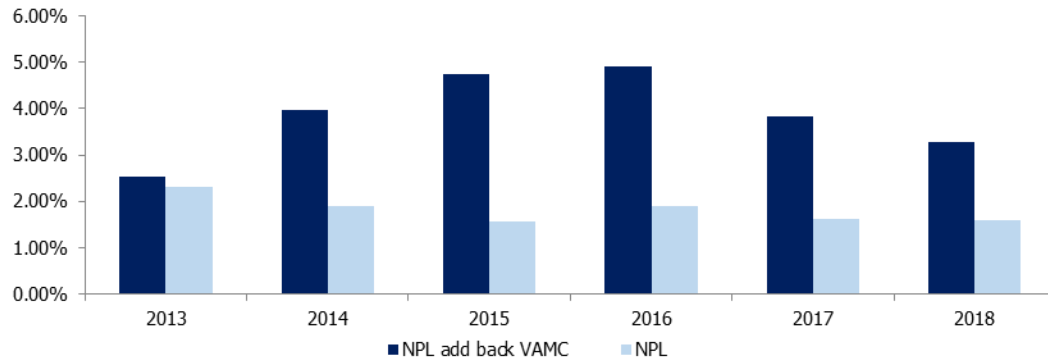


Nguồn : 2017, McKinsey, Remaking the bank for an ecosystem world,

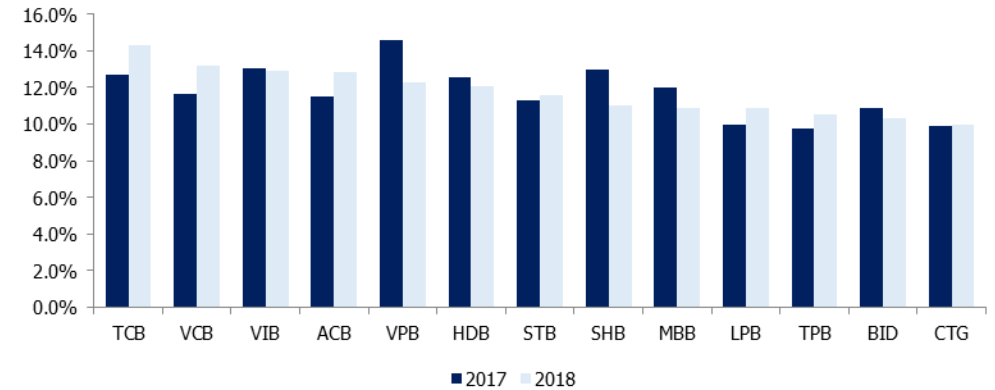
### Lo ngại về tình trạng nợ xấu thực tế, dự phòng và an toàn vốn

- NPL sau khi cộng thêm lượng trái phiếu VAMC không giảm đáng kể trong năm 2018. Khả năng xử lý nợ xấu trong năm nay có thể khó khăn hơn trước những diễn biến không tốt từ thị trường bất động sản.
- Với mức CAR cao, room trái phiếu thứ cấp và tỷ lệ sở hữu nước ngoài còn lại cao hơn, khả năng áp dụng Basel II các ngân hàng tư nhân dễ dàng hơn. Tăng vốn là vấn đề cấp bách của các ngân hàng hiện tại.

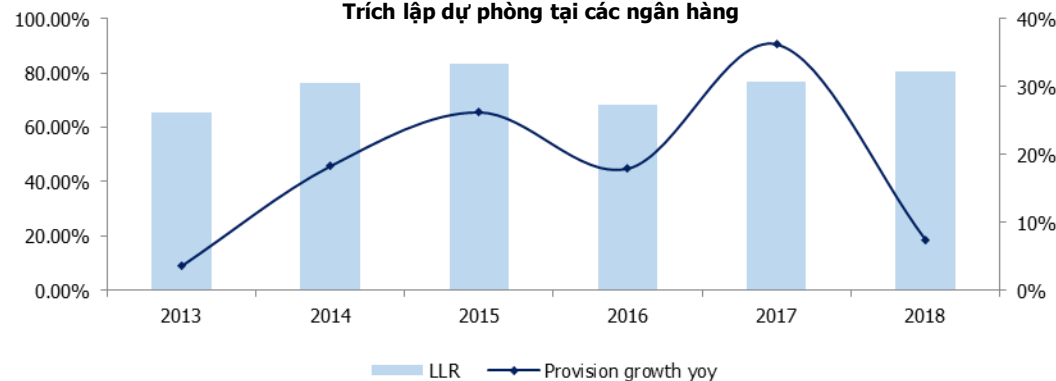
Aggregate NPL



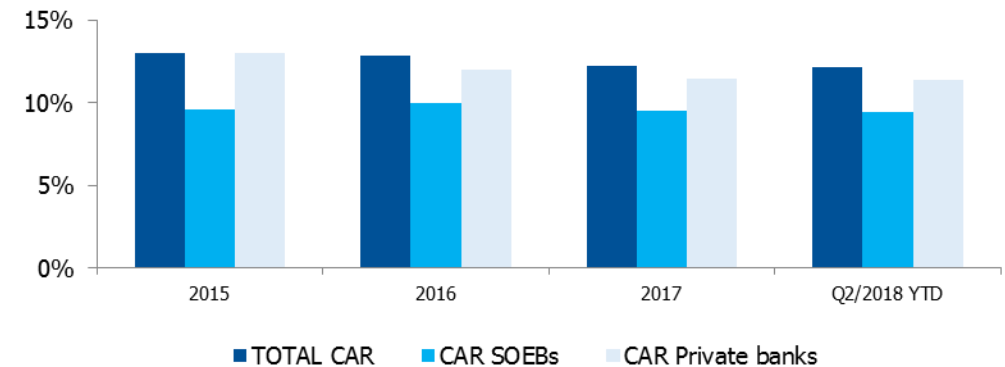
CAR các ngân hàng



Trích lập dự phòng tại các ngân hàng



Hệ số an toàn vốn



Nguồn: BCTC NH, MBS Research,

# Ngân hàng TMCP Quân đội (HSX-MBB)

**MUA; Giá mục tiêu: VND 27,500**

## Luận điểm đầu tư

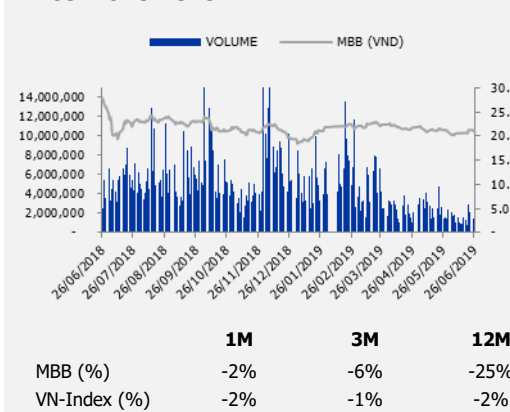
Kế hoạch tăng 20% vốn từ cổ tức cổ phiếu và phát hành riêng lẻ cho các cổ đông chiến lược được sử dụng để nâng cấp hệ điều hành sẽ hỗ trợ tăng trưởng tín dụng (dự phóng cao hơn hạn mức 13%) và tăng trưởng lợi nhuận cao hơn (+ 30% n/n năm 2019) so với mục tiêu AGM 2019 là +23% n/n chủ yếu từ phí dịch vụ nhờ đẩy mạnh bán lẻ và ứng dụng công nghệ. Với việc mở room ngoại và phát hành cho đối tác chiến lược dự kiến được thực hiện cuối 2019, chúng tôi khuyến nghị MUA để kịp thời nắm bắt tiềm năng dài hạn của MB Group.

- **Tăng vốn điều lệ 20% năm 2019.** MBB dự kiến tăng vốn điều lệ thêm 4,236 tỷ lên 25,840 tỷ đồng (1,691 tỷ đồng cổ tức 8% cổ phiếu và 432 tỷ đồng thông qua 2% ESOP trong Q2/2019). Ngân hàng dự kiến chào bán 10% VDL (47 triệu CP quỹ và phát hành riêng lẻ 211 triệu CP) cuối 2019.
- **Lợi thế chi phí vốn rất thấp hỗ trợ thu nhập lãi.** Chúng tôi dự báo lãi suất huy động của MBB chỉ tăng 4 bpts lên 3.52% trong năm 2019 nhờ CASA dẫn đầu từ MB Group và định hướng ngân hàng số. Mặt khác, giá trị gia tăng từ tài chính tiêu dùng, TP doanh nghiệp và lợi suất TP Chính phủ được cải thiện sẽ tăng NIM từ 4.58% lên 4.72 % vào năm 2019.
- **Hệ sinh thái MB Group và định hướng bán lẻ hỗ trợ thu nhập ngoài lãi.** Ngân hàng số và thay đổi nhận diện thương hiệu giúp phí thanh toán tăng 25% n/n năm 2019. Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ mảng Bancassurance tăng trên 40% do mức độ thâm nhập thị trường bảo hiểm nhân thọ thấp.
- **Thu nhập 2019 ở mức 10.084 tỷ đồng (+ 30% n/n),** dự phóng vượt kế hoạch 9,560 tỷ đồng (+ 23% n/n), nhờ lợi thế vốn, thu nhập ngoài lãi tăng trưởng mạnh và chất lượng tài sản tốt.

## Định giá

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MBB, với giá mục tiêu 12T **VND27,500**, dựa 2 phương pháp so sánh P/B và chiết khấu LN thặng dư (RI). P/B bình quân 2019: 1.62x

## Price movement



Ngày khuyến nghị	27/06/2019
Giá ngày khuyến nghị	VND20,600
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND27,500</b>
Upside	33.5%
Bloomberg	MBB VN
Vốn hóa (tỷ đồng)	VND 43,536bn USD 1,853mn
Khoảng giá 52 tuần	VND23,700 VND18,000
Giá trị giao dịch TB ngày	VND 87bn USD 3.7mn
Tỷ lệ sở hữu NN giới hạn	30.00%
Tỷ lệ sở hữu NN hiện tại	20.00%

Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019F	2020F
<b>Thu nhập hoạt động</b>	<b>13,867</b>	<b>19,539</b>	<b>22,774</b>	<b>26,621</b>
<b>LN trước dự phòng và thuế</b>	<b>7,868</b>	<b>10,805</b>	<b>12,753</b>	<b>15,174</b>
Tăng trưởng		37%	18%	19%
<b>Chi phí dự phòng RRTD</b>	<b>3,252</b>	<b>3,038</b>	<b>2,669</b>	<b>3,128</b>
Tăng trưởng		-7%	-12%	17%
<b>LNTT</b>	<b>4,616</b>	<b>7,767</b>	<b>10,085</b>	<b>12,046</b>
Tăng trưởng		68%	30%	19%
<b>Lãi ròng</b>	<b>3,490</b>	<b>6,190</b>	<b>8,068</b>	<b>9,637</b>
Tăng trưởng		77%	30%	19%
EPS (basic) (VND)	1,939	2,865	3,212	3,836
BVPS (VND)	15,516	15,109	16,978	19,689
<b>ROAA</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.2%</b>
<b>ROEA</b>	<b>13.8%</b>	<b>21.4%</b>	<b>22.2%</b>	<b>21.2%</b>
<b>Target P/E</b>		<b>9.6</b>	<b>8.6</b>	<b>7.2</b>
<b>Target P/B</b>		<b>1.82</b>	<b>1.62</b>	<b>1.39</b>

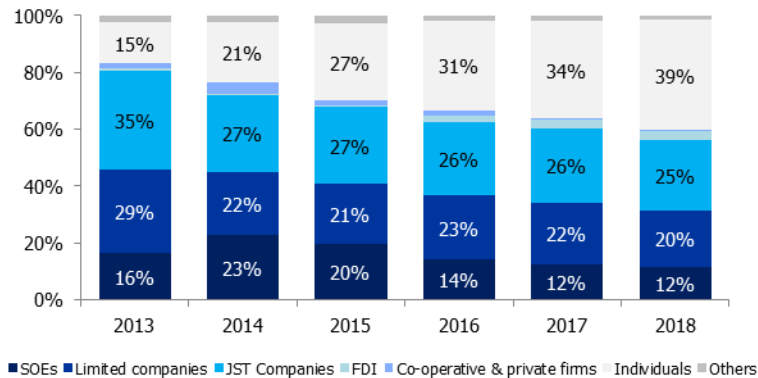
Nguồn: BCTC MBB, MBS Research



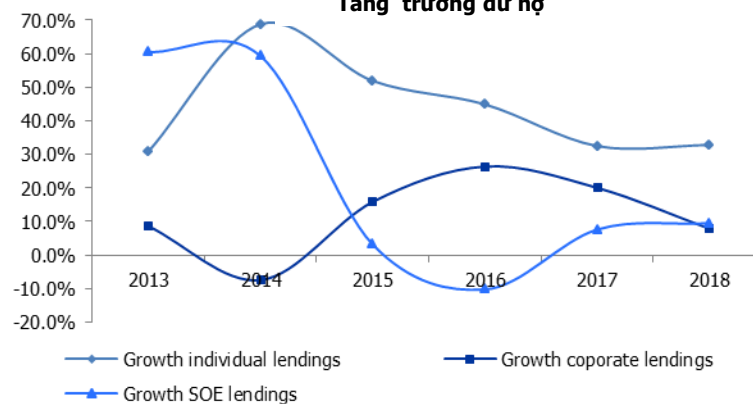
# Ngân hàng TMCP Quân đội (HSX-MBB)

**MUA; Giá mục tiêu: VND 27,500**

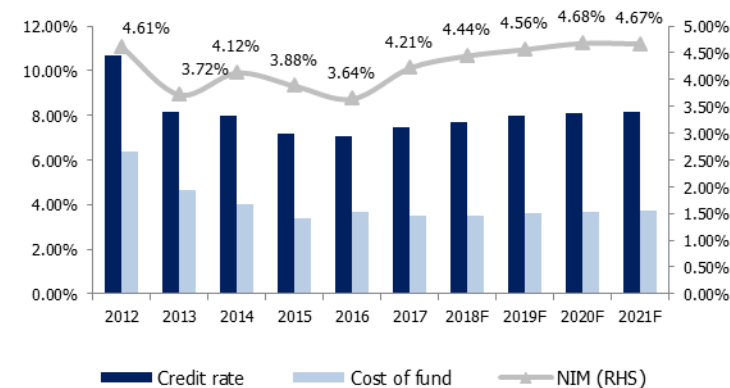
**Dư nợ theo loại**



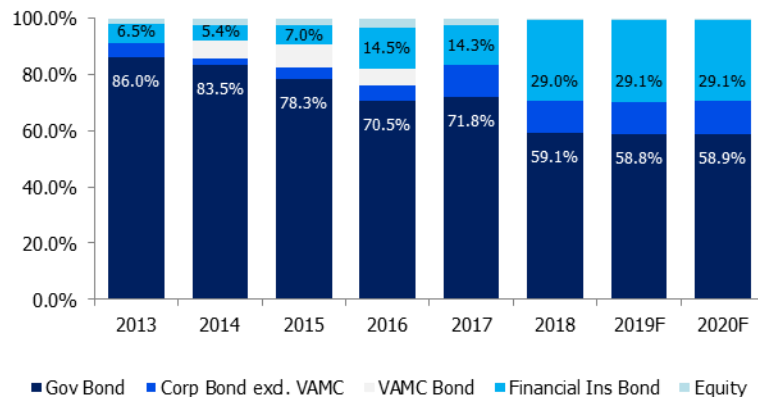
**Tăng trưởng dư nợ**



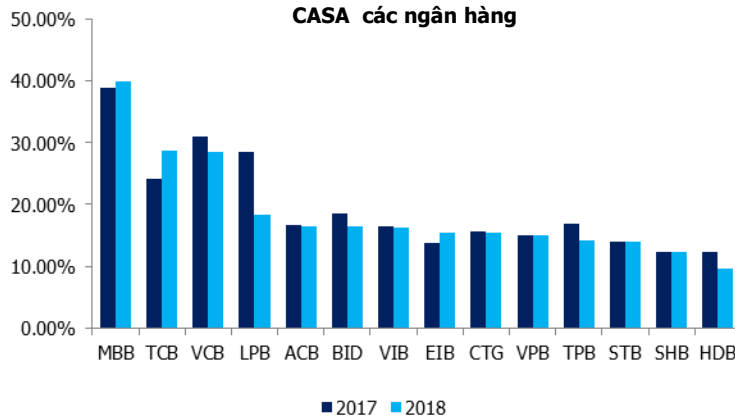
**Biên lãi suất**



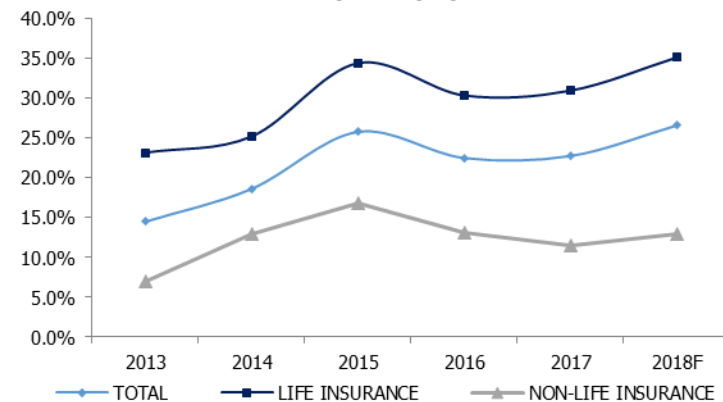
**Tài sản đầu tư**



**CASA các ngân hàng**



**Tăng trưởng ngành bảo hiểm**

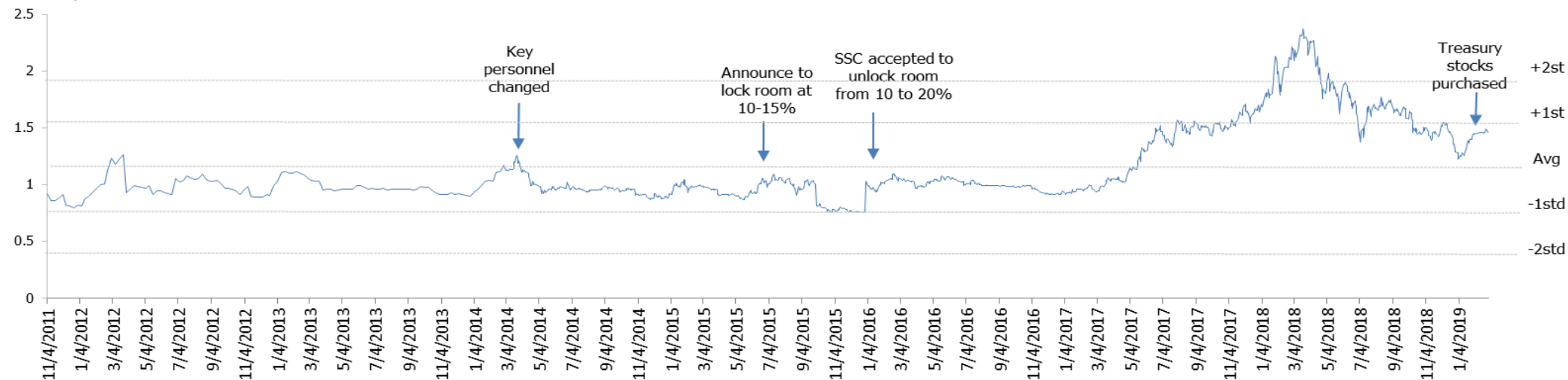


Nguồn: BCTC MBB, MBS Research

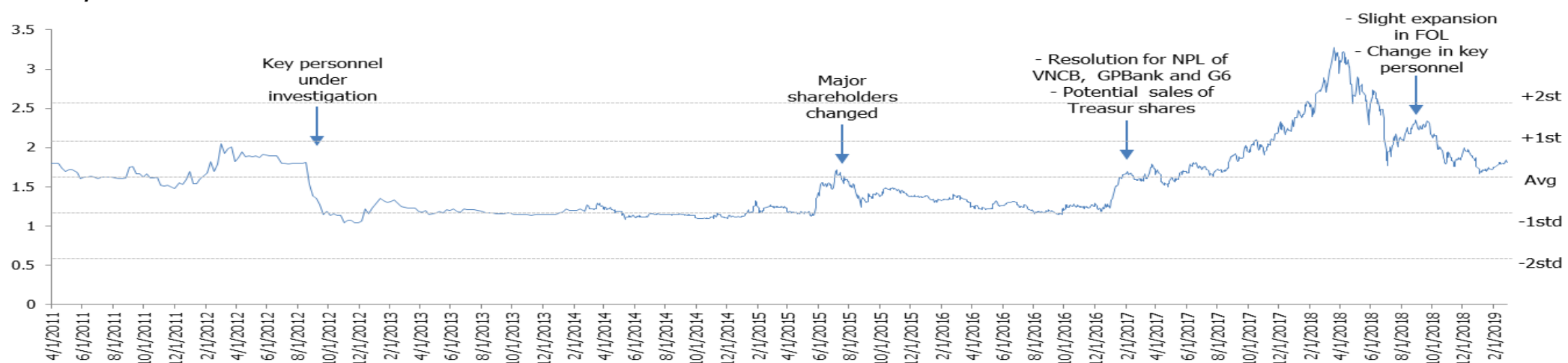
# Ngân hàng TMCP Quân đội (HSX-MBB)

**MUA; Giá mục tiêu: VND 27,500**

**MBB P/B**



**ACB P/B**



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

## MUA; Giá mục tiêu: VND 27,500

Chỉ số chính	2018	2019F	2020F
<b>An toàn vốn</b>			
CAR	10.90%	15.18%	
Vốn chủ sở hữu/tổng tài sản	9%	11%	11%
Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	10.60	8.95	8.74
<b>Chất lượng tài sản</b>			
Tỷ lệ nợ nhóm 3-5	1.3%	1.3%	1.3%
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.9%	0.8%	0.8%
Quỹ dự phòng/nợ nhóm 3-5 (LLR)	113.2%	109.6%	111.0%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (credit cost rate)	1.5%	1.4%	1.4%
<b>Thanh khoản</b>			
LDR	82.2%	85.9%	88.4%
Tăng trưởng huy động	9.0%	13.6%	14.6%
Tài sản thanh khoản/ Tổng tài sản	15.8%	14.3%	13.8%
Tài sản thanh khoản/ Huy động	23.9%	21.4%	20.3%
<b>Khả năng sinh lời</b>			
ROA	1.8%	2.1%	2.2%
ROE	21.4%	22.2%	21.2%
NIM	4.6%	4.8%	4.9%
Thu nhập lãi/ TN hoạt động	74.6%	75.8%	75.8%
Chi phí hoạt động/ TN hoạt động	44.7%	44.0%	43.0%
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng tài sản	15.4%	12.2%	12.7%
Tăng trưởng dư nợ TT1	16.6%	19.0%	16.5%
Tăng trưởng huy động TT1	9.0%	13.6%	14.6%
Tăng trưởng LN trước DP và thuế	37.3%	18.0%	19.0%
Tăng trưởng LNTT	68.3%	29.8%	19.4%
<b>Định giá</b>			
EPS (cơ bản) (VND)	2,865	3,212	3,836
BVPS (VND)	15,109	16,978	19,689
P/E		8.55	7.16
P/B		1.62	1.39

Nguồn: BCTC MBB, MBS Research

(tỷ VND)		Q1/2017	Q2/2017	Q3/2017	Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	yoy Q1/2018	yoy Q1/2019	yoy FY2017	yoy FY2018
<b>Thu nhập /chi phí</b>	Tổng doanh thu	2,902	3,479	3,632	3,855	4,234	4,791	4,799	5,715	5,454	45.9%	28.8%	40.7%	40.9%
	Thu nhập lãi thuần	2,407	2,732	2,835	3,245	3,293	3,504	3,633	4,154	4,135	36.8%	25.6%	40.6%	30.0%
	Thu nhập ngoài lãi	495	747	797	610	940	1,287	1,166	1,562	1,319	89.9%	40.3%	41.1%	87.1%
	Chi phí hoạt động	1,211	1,324	1,540	1,925	1,623	1,927	1,968	3,216	2,066	34.1%	27.3%	43.7%	45.6%
	Lợi nhuận trước dự phòng	1,691	2,155	2,092	1,930	2,611	2,864	2,831	2,500	3,389	54.4%	29.8%	38.5%	37.3%
	Chi phí dự phòng	579	743	614	1,316	692	953	646	747	964	19.5%	39.3%	60.2%	-6.6%
	Lợi nhuận trước thuế	1,112	1,412	1,478	614	1,918	1,911	2,185	1,752	2,424	72.5%	26.4%	26.4%	68.3%
		<b>Q1/2017</b>	<b>Q2/2017</b>	<b>Q3/2017</b>	<b>Q4/2017</b>	<b>Q1/2018</b>	<b>Q2/2018</b>	<b>Q3/2018</b>	<b>Q4/2018</b>	<b>Q1/2019</b>				
	Tăng trưởng tín dụng	0.4%	14.1%	2.4%	5.3%	5.2%	6.0%	0.0%	5.3%	6.7%				
<b>Tăng trưởng tín dụng/ huy động</b>	Tăng trưởng huy động	-6.4%	10.7%	4.2%	4.4%	3.1%	3.5%	-1.0%	3.3%	1.0%				
	NPL	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.4%	1.3%	1.6%	1.3%	1.4%				
	Nợ nhóm 2/tổng dư nợ	1.6%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%	1.7%	1.6%	1.7%	1.9%				
	LLR	100.5%	102.9%	87.0%	95.9%	91.0%	106.2%	106.0%	113.2%	96.5%				

- **Kết quả Q1/2019 tương ứng với dự báo lợi nhuận khả quan của chúng tôi:** Tăng trưởng tín dụng 5.8% so với cuối 2018, cao hơn mức tăng trưởng cùng kỳ 5.2% năm ngoái, xác nhận quan điểm tăng trưởng tín dụng cao hơn KH MBB là khả thi. LNTT hợp nhất trong Q1/2019 đạt 2,424 tỷ đồng, tăng 26.3% so với cùng kỳ. Tăng trưởng thu nhập chủ yếu từ phí dịch vụ đạt 759 tỷ đồng (+ 141% n/n), đặc biệt là Bancassurance gấp 12 lần so với cùng kỳ, tăng trưởng thu nhập lãi là 25.6% yoy. Tuy nhiên, nợ xấu tăng nhẹ lên mức 1.4% so với 1.3% tại YE 2018 và chi phí dự phòng tăng 39% n/n, cao hơn mức tăng trưởng TOI 29% n/n, có khả năng đến từ các khoản vay tài chính tiêu dùng.

## MUA; Giá mục tiêu: VND 33,600

### Luận điểm đầu tư

Kết quả Q1/2019 khẳng định quan điểm của chúng tôi về đỉnh thu nhập năm 2018. TOI tăng trưởng khiêm tốn 5.7% hàng năm chủ yếu do giảm mạnh thu nhập ngoài lãi xuống 32% yoy và giảm tốc độ tăng trưởng tín dụng xuống 3.0% so với 6.7% trong quý 1/2018. Mặc dù ROEA dự báo ở mức 20% năm 2019, chúng tôi lưu ý rằng ACB đang gặp phải sự cạnh tranh gay gắt trong ngân hàng bán lẻ và số hóa so với các ngân hàng thương mại khác. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho cổ phiếu này.

### Chúng tôi dự báo tăng trưởng thu nhập lãi vừa phải 17.5% trong năm 2019

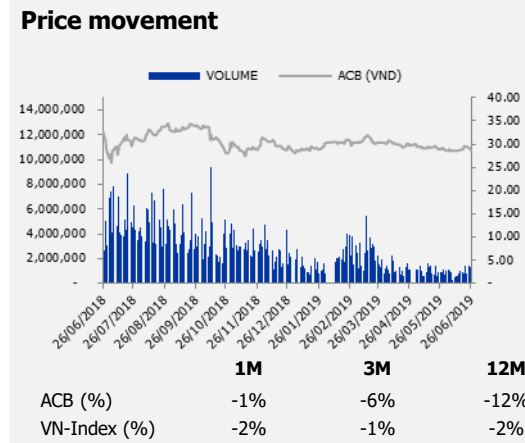
so với 22.5% năm 2018: (i) Tăng trưởng tín dụng năm 2019 dự báo ở mức 15.5% thấp hơn 2018; (ii) Tái cấu trúc cơ cấu khách hàng cho vay sẽ cải thiện NIM khiêm tốn chỉ 10 bpts lên 3.68% vào năm 2019 do tốc độ tăng trưởng cho vay bán lẻ chậm hơn (+ 19.7% yoy so với khoảng + 30% yoy trước năm 2018) và danh mục đầu tư thận trọng. Chúng tôi không cho rằng mảng NH số hay mạng lưới hiện tại của ngân hàng có thể giúp cải thiện CASA từ mức thấp hiện tại 16%.

**Doanh thu dịch vụ tài chính tăng nhẹ.** ACB sẽ ra mắt ứng dụng Mobile Banking vào tháng 5 năm 2019, trì hoãn trong nhiều năm so với các ngân hàng khác và chúng tôi không hy vọng rằng ACB dẫn đầu trong ứng dụng trong mảng NH số. Do đó, chúng tôi tin rằng dịch vụ tài chính sẽ tăng trưởng khiêm tốn 17% hàng năm. Bên cạnh đó, ACB chưa có kế hoạch cho Bancassurance độc quyền trong năm nay.

**Cổ tức bằng cổ phiếu 30% vốn điều lệ năm 2019** sẽ tăng vốn điều lệ thêm 3,741 tỷ lên 16,627 tỷ trong năm nay. Ngoại trừ ESOP 15% trong số 41 triệu cổ phiếu quỹ, NH không có kế hoạch bán phần còn lại.

### Định giá

Khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu ACB, với giá mục tiêu 12T **VND33,600**, dựa 2 phương pháp so sánh P/B và chiết khấu LN thặng dư (RI). P/B bình quân 2019: 1.55x



Ngày khuyến nghị	27/06/2019
Giá ngày khuyến nghị	VND 28,600
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND33,600</b>
Upside	17.0%
Bloomberg	ACB VN
Vốn hóa (tỷ đồng)	VND 35,669bn
	USD 1,518mn
Khoảng giá 52 tuần	VND34,500
	VND26,000
Giá trị giao dịch TB ngày	VND 22bn
	USD 0.93mn
Tỷ lệ sở hữu NN giới hạn	30.00%
Tỷ lệ sở hữu NN hiện tại	30.00%

Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019F	2020F
<b>Thu nhập hoạt động</b>	<b>11,439</b>	<b>14,033</b>	<b>15,717</b>	<b>17,246</b>
<b>LN trước dự phòng và thuế</b>	<b>5,222</b>	<b>7,321</b>	<b>8,040</b>	<b>8,723</b>
Tăng trưởng	-	40%	10%	8%
<b>Chi phí dự phòng RRTD</b>	<b>2,565</b>	<b>932</b>	<b>730</b>	<b>909</b>
Tăng trưởng	-	-64%	-22%	25%
<b>LNTT</b>	<b>2,656</b>	<b>6,389</b>	<b>7,309</b>	<b>7,813</b>
Tăng trưởng	-	141%	14%	7%
<b>Lãi ròng</b>	<b>2,118</b>	<b>5,137</b>	<b>5,848</b>	<b>6,251</b>
Tăng trưởng	-	143%	14%	7%
EPS (basic) (VND)	1,698	4,119	4,689	5,012
BVPS (VND)	12,854	16,853	21,603	26,561
<b>ROAA</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.6%</b>
<b>ROEA</b>	<b>14.1%</b>	<b>27.7%</b>	<b>24.4%</b>	<b>20.8%</b>
<b>Target P/E</b>	-	<b>8.2</b>	<b>7.2</b>	<b>6.7</b>
<b>Target P/B</b>	-	<b>2.0</b>	<b>1.6</b>	<b>1.3</b>

Nguồn: BCTC ACB, MBS Research

## MUA; Giá mục tiêu: VND 33,600

Chỉ số chính	2018	2019F	2020F
<b>An toàn vốn</b>			
CAR	12.81%	12.98%	13.58%
Vốn chủ sở hữu/tổng tài sản	6%	7%	8%
Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	15.67	13.73	12.70
<b>Chất lượng tài sản</b>			
Tỷ lệ nợ nhóm 3-5	0.7%	0.8%	0.8%
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.2%	0.3%	0.5%
Quý dự phòng/nợ nhóm 3-5 (LLR)	70.1%	138.2%	132.3%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (credit cost rate)	1.1%	1.04%	1.06%
<b>Thanh khoản</b>			
LDR	78.5%	80.9%	81.6%
Tăng trưởng huy động	11.9%	15.6%	15.1%
Tài sản thanh khoản/ Tổng tài sản	10.8%	9.3%	9.0%
Tài sản thanh khoản/ Huy động	13.2%	11.0%	10.6%
<b>Khả năng sinh lời</b>			
ROA	1.7%	1.7%	1.6%
ROE	27.7%	24.4%	20.8%
NIM	3.6%	3.7%	3.7%
Thu nhập lãi/ TN hoạt động	73.8%	77.5%	79.9%
Chi phí hoạt động/ TN hoạt động	47.8%	48.8%	49.4%
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng tài sản	15.8%	12.3%	13.8%
Tăng trưởng dự nợ TT1	16.1%	15.5%	15.2%
Tăng trưởng huy động TT1	11.9%	15.6%	15.1%
Tăng trưởng LN trước DP và thuế	40.2%	9.8%	8.5%
Tăng trưởng LNNT	140.5%	14.4%	6.9%
<b>Định giá</b>			
EPS (cơ bản) (VND)	4,119	4,689	5,012
BVPS (VND)	16,853	21,603	26,561
P/E	8.15	7.16	6.70
P/B	1.99	1.55	1.26

Nguồn: BCTC ACB, MBS Research

(tỷ VND)		Q1/2017	Q2/2017	Q3/2017	Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	yoy Q1/2018	yoy Q1/2019	yoy FY2017	yoy FY2018
<b>Thu nhập</b>	Tổng doanh thu	2,676	2,775	2,535	3,453	3,303	3,205	3,360	4,272	3,490	23.4%	5.7%	51.3%	23.6%
<b>/chi phí</b>	Thu nhập lãi thuần	1,908	2,020	2,147	2,383	2,373	2,488	2,563	2,939	2,857	24.4%	20.4%	22.7%	22.5%
	Thu nhập ngoài lãi	768	755	388	1,070	931	717	797	1,334	634	21.2%	-31.9%	344.6%	26.7%
	Chi phí hoạt động	1,474	1,748	1,269	1,726	1,679	1,233	1,520	2,280	1,799	13.9%	7.1%	32.9%	8.0%
	Lợi nhuận trước dự phòng	1,202	1,027	1,267	1,726	1,624	1,972	1,840	1,993	1,691	35.1%	4.1%	81.0%	42.3%
	Chi phí dự phòng	607	359	525	1,074	134	311	215	272	(16)	-77.9%	-112%	111%	-63.7%
	Lợi nhuận trước thuế	595	667	742	652	1,490	1,661	1,625	1,720	1,707	150.5%	14.5%	59.3%	144.6%
		<b>Q1/2017</b>	<b>Q2/2017</b>	<b>Q3/2017</b>	<b>Q4/2017</b>	<b>Q1/2018</b>	<b>Q2/2018</b>	<b>Q3/2018</b>	<b>Q4/2018</b>	<b>Q1/2019</b>				
	Tăng trưởng tín dụng	8.6%	2.6%	1.7%	8.6%	6.7%	5.1%	-0.5%	4.8%	3.0%				
<b>Tăng trưởng tín dụng/ huy động</b>	Tăng trưởng huy động	6.9%	4.3%	1.9%	3.6%	7.0%	4.0%	0.1%	0.8%	1.9%				
	NPL	1.1%	1.1%	1.0%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%				
	Nợ nhóm 2/tổng dư nợ	1.2%	1.1%	1.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%				
	LLR	121.1%	130.8%	151.0%	132.7%	134.7%	130.8%	129.5%	151.9%	158.1%				
		%	%	%	%	%	%	%	%	%				

**Thu nhập hoạt động tăng trưởng khiêm tốn 5.7% n/n** chủ yếu là do sự sụt giảm mạnh của thu nhập ngoài lãi 32% n/n và giảm tốc tăng trưởng thu nhập lãi trong Q1/2019. Thu nhập dịch vụ ròng tăng nhẹ 5% yoy (so với 43% yoy trong Q1/2018) chủ yếu do mảng môi giới kém khả quan. Nhất là thu hồi nợ giảm 64% n/n. Yếu tố hỗ trợ duy nhất trong quý này đến từ hoàn nhập dự phòng.

**Thu nhập lãi giảm tốc so với năm ngoái do giảm tốc tín dụng và NIM ổn định.** Tăng trưởng tín dụng thị trường 1 giảm rõ rệt tới mức tăng 3.0% so với 6.7% trong quý 1/2018 trong khi danh mục đầu tư không có nhiều thay đổi trong tài sản có năng suất cao hơn như trái phiếu doanh nghiệp để cải thiện NIM.

**Nợ xấu khá ổn định trong 1Q2019 ở mức dưới 1%, tỷ lệ bao nợ xấu LLR cao hơn.** Trong dự báo năm 2019, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về khẩu vị rủi ro của ACB.



## MUA; Giá mục tiêu: VND 24,900

### Luận điểm đầu tư

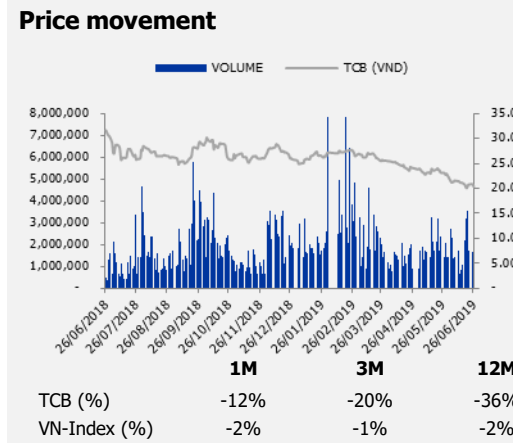
Chúng tôi đánh giá cao TCB vì hệ sinh thái độc đáo, tăng trưởng thu nhập ngoài lãi mạnh mẽ với hiệu quả hoạt động dẫn đầu. Điều này được phản ánh trong ROE bền vững 18% và CIR thấp nhất trong năm 2019-2022. Tuy nhiên, câu chuyện tăng trưởng đột biến của TCB kể từ IPO đầu năm 2018 không còn và thu nhập dự báo của chúng tôi sau năm 2019 sẽ trở lại mức 16% n/n (+101% và +33% năm 2017 và 2018) do dự báo giảm tốc cho vay của khách hàng và loại trừ các khoản đột biến.

**Một hệ sinh thái được thiết lập tốt để thu phí 25% hàng năm trong năm 2019 và để duy trì hiệu quả hàng đầu.** Chúng tôi cho rằng phí thanh toán sẽ tăng 20% n/n do Ngân hàng Bán lẻ (PFS). Phí tư vấn và môi giới trái phiếu được dự báo sẽ tăng 30% n/n nhờ định hướng của Chính phủ cho thị trường trái phiếu và vị thế dẫn đầu của TCBS. Chúng tôi tin rằng doanh thu Bancassurance đạt tốc độ tăng trưởng kép 40% giai đoạn 2019-2023 do tăng trưởng GDP bình quân đầu người và tỷ lệ thâm nhập Bancassurance thấp. Chúng tôi cũng đánh giá cao TCB về hiệu suất hoạt động IPS trong 4 năm qua và do đó, dự báo giảm CIR xuống còn 31%.

**Tăng trưởng trở lại bình thường do loại trừ thu nhập đột biến và tín dụng chứng lại.** Sau khi loại trừ thu nhập đột biến, dự báo tăng trưởng thu nhập hoạt động năm 2019 sẽ chậm lại ở mức 20% n/n. Hơn nữa, chúng tôi tin rằng triển vọng tín dụng và bất động sản kém khả quan hơn sẽ làm giảm tốc độ tăng trưởng thu nhập lãi còn 16.5% so với 25% trong năm 2018. NIM sẽ ổn định ở mức 4.06% do tăng chi phí huy động, cạnh tranh bán lẻ và ít phụ thuộc vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp. NPL được dự kiến ở mức 1,9% trong năm 2019, cao hơn 1.8% trong năm 2018 do các khó khăn cho việc thu hồi nợ, đặc biệt là các khoản vay thế chấp.

### Định giá

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu TCB, với giá mục tiêu 12T **VND24,900**, dựa 2 phương pháp so sánh P/B và chiết khấu LN thặng dư (RI). P/B bình quân 2019: 1.42x



Ngày khuyến nghị	27/06/2019
Giá ngày khuyến nghị	VND20,200
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND24,900</b>
Upside	23.3%
Bloomberg	TCB VN
Vốn hóa (tỷ đồng)	VND 70,631bn
	USD 3,006mn
Khoảng giá 52 tuần	VND20,100
	VND31,700
Giá trị giao dịch TB ngày	VND 52bn
	USD 2.26mn
Tỷ lệ sở hữu NN giới hạn	30.00%
Tỷ lệ sở hữu NN hiện tại	22.75%

Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019F	2020F
<b>Thu nhập hoạt động</b>	<b>16,344</b>	<b>18,350</b>	<b>20,975</b>	<b>24,479</b>
<b>LN trước dự phòng và thuế</b>	<b>11,646</b>	<b>12,507</b>	<b>14,473</b>	<b>16,891</b>
Tăng trưởng		7%	16%	17%
<b>Chi phí dự phòng RRTD</b>	<b>3,609</b>	<b>1,846</b>	<b>2,113</b>	<b>2,536</b>
Tăng trưởng		-49%	14%	20%
<b>LNTT</b>	<b>8,036</b>	<b>10,661</b>	<b>12,359</b>	<b>14,355</b>
Tăng trưởng		33%	16%	16%
<b>Lãi ròng</b>	<b>6,446</b>	<b>8,474</b>	<b>9,887</b>	<b>11,484</b>
Tăng trưởng		31%	17%	16%
EPS (basic) (VND)	1,843	2,420	2,828	3,284
BVPS (VND)	10,049	14,790	17,615	20,897
<b>ROAA</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.9%</b>	<b>3.0%</b>
<b>ROEA</b>	<b>27.7%</b>	<b>21.5%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.1%</b>
<b>Target P/E</b>		<b>10.3</b>	<b>8.8</b>	<b>7.6</b>
<b>Target P/B</b>		<b>1.69</b>	<b>1.42</b>	<b>1.19</b>

Nguồn: BCTC TCB, MBS Research

## MUA; Giá mục tiêu: VND 24,900

Chỉ số chính	2018	2019F	2020F
<b>An toàn vốn</b>			
CAR	14.30%	15.84%	16.46%
Vốn chủ sở hữu/tổng tài sản	16%	17%	18%
Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	6.20	5.87	5.64
<b>Chất lượng tài sản</b>			
Tỷ lệ nợ nhóm 3-5	1.8%	1.9%	1.8%
Tỷ lệ nợ nhóm 2	1.6%	1.7%	1.6%
Quý dự phòng/nợ nhóm 3-5 (LLR)	85.1%	71.0%	69.7%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (credit cost rate)	1.5%	1.3%	1.2%
<b>Thanh khoản</b>			
LDR	90.7%	91.4%	91.8%
Tăng trưởng huy động	17.8%	16.4%	15.2%
Tài sản thanh khoản/ Tổng tài sản	15.2%	14.7%	14.9%
Tài sản thanh khoản/ Huy động	24.2%	22.7%	22.7%
<b>Khả năng sinh lời</b>			
ROA	2.9%	2.9%	3.0%
ROE	21.5%	17.5%	17.1%
NIM	4.0%	4.1%	4.2%
Thu nhập lãi/ TN hoạt động	60.6%	62.4%	62.2%
Chi phí hoạt động/ TN hoạt động	31.8%	31.0%	31.0%
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng tài sản	19.2%	12.7%	14.0%
Tăng trưởng dư nợ TT1	-0.6%	11.0%	11.0%
Tăng trưởng huy động TT1	17.8%	16.4%	15.2%
Tăng trưởng LN trước DP và thuế	7.4%	15.7%	16.7%
Tăng trưởng LNTT	32.7%	15.9%	16.1%
<b>Định giá</b>			
EPS (cơ bản) (VND)	2,420	2,828	3,284
BVPS (VND)	14,790	17,615	20,897
P/E	10.30	8.82	7.59
P/B	1.69	1.42	1.19

Nguồn: BCTC TCB, MBS Research

(tỷ VND)		Q1/2017	Q2/2017	Q3/2017	Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	yoy Q1/2018	yoy Q1/2019	yoy FY2017	yoy FY2018
<b>Thu nhập</b>	Tổng doanh thu	3,675	3,512	3,392	5,787	4,660	3,999	4,635	5,055	4,395	26.8%	-5.7%	37.0%	12.1%
<b>/chi phí</b>	Thu nhập lãi thuần	2,184	2,220	2,055	2,469	2,547	2,504	3,117	2,959	3,359	16.6%	31.9%	9.6%	24.6%
	Thu nhập ngoài lãi	1,491	1,292	1,337	3,318	2,113	1,496	1,518	2,096	1,035	41.7%	-51.0%	95.9%	-2.9%
	Chi phí hoạt động	1,080	994	1,129	1,518	1,267	1,152	1,315	2,109	1,610	17.3%	27.1%	10.2%	23.8%
	Lợi nhuận trước dự phòng	2,595	2,518	2,263	4,269	3,393	2,848	3,320	2,947	2,784	30.7%	-17.9%	52.1%	7.4%
	Chi phí dự phòng	1,270	1,109	157	1,073	824	220	743	60	167	-35.1%	-79.7%	-1.4%	-48.8%
	Lợi nhuận trước thuế	1,325	1,409	2,106	3,196	2,569	2,628	2,578	2,887	2,617	93.9%	1.9%	101.1%	32.7%
		<b>Q1/2017</b>	<b>Q2/2017</b>	<b>Q3/2017</b>	<b>Q4/2017</b>	<b>Q1/2018</b>	<b>Q2/2018</b>	<b>Q3/2018</b>	<b>Q4/2018</b>	<b>Q1/2019</b>				
	Tăng trưởng tín dụng	-3.4%	-4.1%	3.8%	16.5%	1.9%	1.7%	0.1%	-4.4%	2.4%				
<b>Tăng trưởng tín dụng/ huy động</b>	Tăng trưởng huy động	3.0%	-3.8%	-3.3%	2.7%	6.1%	2.9%	4.3%	4.6%	3.3%				
	NPL	1.9%	2.1%	1.9%	1.6%	1.9%	2.0%	2.1%	1.8%	1.8%				
	Nợ nhóm 2/tổng dư nợ	2.6%	2.2%	2.5%	1.5%	1.7%	1.4%	1.7%	1.6%	2.2%				
	LLR	60.4%	63.5%	68.0%	72.9%	76.2%	74.2%	77.5%	85.1%	87.7%				

**Tăng trưởng LNTT khiêm tốn 2% n/n/ Q1/2019** chủ yếu do loại trừ khoản thoái Techcom Finance tháng 2 năm 2018. NPL giảm nhẹ trong Q1/2019 xuống 1.8%, nhưng nhóm cho vay tăng 2 đang gây lo ngại cho các quý tiếp theo. Cho vay vào thị trường M1 cho thấy kết quả tốt hơn trong quý trước là 2.4% so với YE2018 trong số dư trái DN phiếu tương đối ổn định.

**NPL giảm nhẹ trong quý 1/2019, nhưng nhóm cho vay 2 đang gây lo ngại.** Mặc dù tỷ lệ nợ xấu ổn định là 1.8% so với cùng kỳ và YE2018, chúng tôi tiếp tục dự báo tỷ lệ nợ xấu tăng lên dẫn đến nhóm cho vay cao hơn 2% trong quý này (so với 1.6% tại YE2018 và 1.7% trong quý 1/2018). Chúng tôi duy trì dự báo tăng dự phòng 14% trong năm 2019 sau LLR cao hơn và khả năng tăng nợ xấu trong vài quý tới.

# Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HSX: VCB)

**NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 66,800**

## Luận điểm đầu tư

Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận khiêm tốn trong năm 2019 ở mức 14.4% n/n và ROEA thấp hơn ở 23%. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng dài hạn của VCB nhờ tỷ lệ LDR hiện tại thấp và khẩu vị rủi ro thận trọng giúp duy trì lợi nhuận trong 5 năm tới. Tuy nhiên, VCB đang được định giá cao so với các NH trong khu vực.

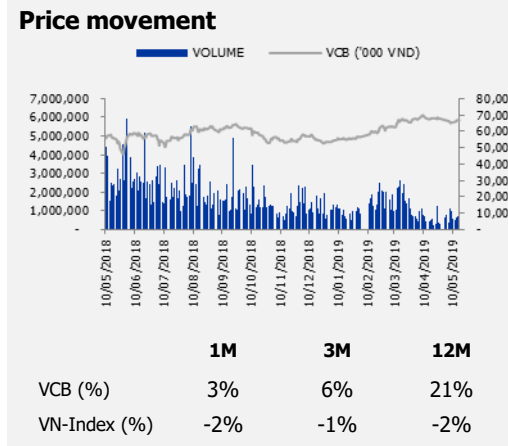
**Tăng trưởng thu nhập kép thuộc top đầu.** Chúng tôi dự báo NIM sẽ hoàn toàn tăng mạnh lên 3.0% vào năm 2019 từ 2,79% vào năm 2018 nhờ tập trung cho vay bán lẻ (trung bình 45% yoy trong 5 năm qua), chi phí vốn thấp từ lợi thế tiền gửi đặc thù và CASA cao ở mức 29 % trong 5 năm tới.

**Cơ sở tài sản bền vững nhất để xin nối tín dụng và áp dụng thành công Basel II.** Sau khi phát hành chiến lược 3% vào đầu năm 2019, 7% còn lại cho GIC sẽ hỗ trợ cho VCB áp dụng Basel II vào năm 2020. NPL được kiểm soát ở mức thấp hơn 1.0% trong năm 2019 trong khi LLR tiếp tục tăng lên khoảng 170%, cao nhất trong hệ thống. VCB cũng có rất nhiều cơ hội để phát hành nợ thứ cấp để tuân thủ Basel II.

**Ngân hàng top đầu xứng đáng được định giá cao hơn.** VCB luôn đạt tốc độ tăng trưởng thu nhập dịch vụ 22% n/n kể từ năm 2016 dù chưa triển khai mảng Bancassurance. Hơn nữa, ngân hàng có LDR thấp nhất ở mức 75%. Phương pháp thu nhập còn lại không thể phản ánh tiềm năng dài hạn của VCB khi chúng tôi dự tính một cách thận trọng thu nhập dựa trên lịch sử. Do đó, chúng tôi đã chọn bội số định giá của các ngân hàng hàng đầu ở các quốc gia tương tự để đạt P / B là 3.0 lần và không bao gồm RI trong định giá của chúng tôi.

## Định giá

Khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu VCB, với giá mục tiêu 12T **VND66,800** dựa trên phương pháp so sánh P/B. P/B bình quân 2019: 3.1x



Ngày khuyến nghị	27/06/2019
Giá ngày khuyến nghị	VND69,500
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND66,800</b>
Upside	-3.9%
Bloomberg	VCB VN
Vốn hóa (tỷ đồng)	VND 257,767bn
	USD 11,735mn
Khoảng giá 52 tuần	VND50,500
	VND73,000
Giá trị giao dịch TB ngày	VND 81bn
	USD 3.4mn
Tỷ lệ sở hữu NN giới hạn	30.00%
Tỷ lệ sở hữu NN hiện tại	23.72%

Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019F	2020F
<b>Thu nhập hoạt động</b>	<b>29,406</b>	<b>39,288</b>	<b>42,173</b>	<b>47,875</b>
<b>LN trước dự phòng và thuế</b>	<b>17,540</b>	<b>25,679</b>	<b>26,991</b>	<b>30,640</b>
Tăng trưởng		46%	5%	14%
<b>Chi phí dự phòng RRTD</b>	<b>6,198</b>	<b>7,379</b>	<b>5,927</b>	<b>4,937</b>
Tăng trưởng		19%	-20%	-17%
<b>LNTT</b>	<b>11,341</b>	<b>18,300</b>	<b>21,064</b>	<b>25,703</b>
Tăng trưởng		61%	15%	22%
<b>Lãi ròng</b>	<b>9,111</b>	<b>14,658</b>	<b>16,851</b>	<b>20,562</b>
Tăng trưởng		61%	15%	22%
EPS (basic) (VND)	2,527	4,079	4,553	5,555
BVPS (VND)	14,445	17,570	21,774	26,039
<b>ROAA</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.6%</b>
<b>ROEA</b>	<b>18.1%</b>	<b>25.3%</b>	<b>23.3%</b>	<b>23.1%</b>
<b>Target P/E</b>		<b>16.1</b>	<b>14.7</b>	<b>12.0</b>
<b>Target P/B</b>		<b>3.73</b>	<b>3.07</b>	<b>2.57</b>

Nguồn: BCTC VCB, MBS Research

## NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 66,800

Chỉ số chính	2018	2019F	2020F
<b>An toàn vốn</b>			
CAR	12.14%	13.94%	0.00%
Vốn chủ sở hữu/tổng tài sản	6%	6%	7%
Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	16.79	16.79	14.51
<b>Chất lượng tài sản</b>			
Tỷ lệ nợ nhóm 3-5	1.0%	1.0%	0.9%
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.5%	0.5%	0.5%
Quỹ dự phòng/nợ nhóm 3-5 (LLR)	165.3%	162.9%	160.1%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (credit cost rate)	1.6%	1.6%	1.4%
<b>Thanh khoản</b>			
LDR	72.5%	74.5%	76.6%
Tăng trưởng huy động	13.2%	12.4%	12.8%
Tài sản thanh khoản/ Tổng tài sản	25.3%	24.1%	22.9%
Tài sản thanh khoản/ Huy động	33.9%	31.7%	29.8%
<b>Khả năng sinh lời</b>			
ROA	1.4%	1.5%	1.6%
ROE	25.3%	23.3%	23.1%
NIM	2.8%	3.0%	3.1%
Thu nhập lãi/ TN hoạt động	72.3%	77.2%	77.2%
Chi phí hoạt động/ TN hoạt động	34.6%	36.0%	36.0%
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng tài sản	10.5%	10.4%	11.6%
Tăng trưởng dư nợ TT1	16.4%	15.0%	15.0%
Tăng trưởng huy động TT1	13.2%	12.4%	12.8%
Tăng trưởng LN trước DP và thuế	46.4%	5.1%	13.5%
Tăng trưởng LNTT	61.4%	15.1%	22.0%
<b>Định giá</b>			
EPS (cơ bản) (VND)	4,079	4,553	5,555
BVPS (VND)	17,570	21,774	26,039
P/E	16.39	14.69	12.04
P/B	3.81	3.07	2.57

Nguồn: BCTC VCB, MBS Research

(tỷ VND)		Q1/2017	Q2/2017	Q3/2017	Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	yoy Q1/2018	yoy Q1/2019	yoy FY2017	yoy FY2018
<b>Thu nhập</b>	Tổng doanh thu	7,287	7,299	7,288	7,529	9,924	9,259	9,414	10,746	11,768	36.2%	18.6%	18.0%	33.8%
<b>/chi phí</b>	Thu nhập lãi thuần	5,276	5,637	5,248	5,777	6,197	6,800	7,432	7,981	8,499	17.5%	37.1%	18.4%	29.5%
	Thu nhập ngoài lãi	720	574	744	844	2,231	1,184	518	1,334	1,271	209.8%	-43.0%	19.3%	82.8%
	Chi phí hoạt động	3,150	3,179	3,104	2,434	4,067	3,864	3,986	1,693	4,384	29.1%	7.8%	18.9%	14.7%
	Lợi nhuận trước dự phòng	4,138	4,119	4,184	5,095	5,857	5,395	5,429	9,053	7,384	41.6%	26.1%	17.5%	46.8%
	Chi phí dự phòng	1,401	1,602	1,504	1,692	1,498	1,738	1,762	2,381	1,506	6.9%	0.6%	-3.3%	19.0%
	Lợi nhuận trước thuế	2,737	2,518	2,680	3,403	4,359	3,657	3,666	6,672	5,878	59.3%	34.8%	33.1%	61.9%
		Q1/2017	Q2/2017	Q3/2017	Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019				
	Tăng trưởng tín dụng	8.4%	5.4%	2.5%	1.6%	6.3%	5.2%	4.0%	0.9%	6.4%				
	Tăng trưởng huy động	3.2%	6.8%	6.5%	3.5%	3.2%	4.7%	1.3%	4.1%	4.5%				
<b>Tăng trưởng tín dụng/ huy động</b>	NPL	1.5%	1.5%	1.2%	1.1%	1.4%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%				
	Nợ nhóm 2/tổng dư nợ	1.4%	0.9%	1.1%	0.9%	1.1%	0.8%	0.6%	0.5%	0.6%				
	LLR	128.9%	140.3%	164.8%	130.7%	121.4%	140.6%	155.5%	165.3%	169.2%				