

## TECHCOMBANK (TCB) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND23.000	VND44.000	0,00%	KHẢ QUAN	Tài chính

Ngày 28/11/2022

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Trung lập</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

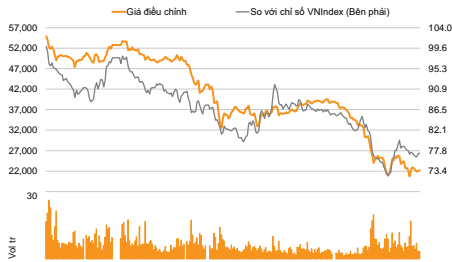
Consensus\*: Mua:14 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -26,4%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Hạ P/B mục tiêu xuống 1,1 lần từ 2,0 lần
- Giảm 29% giá mục tiêu 1 năm

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	54.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20.700
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	154.278
Thị giá vốn (tỷ VND)	77.907
Free float (%)	77
P/E trượt (x)	3,7
P/B hiện tại (x)	0,6

### Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Masan	15,0%
Chủ tịch và người liên quan	10,0%
Nguyễn Cảnh Sơn	3,3%
Khác	71,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Trần Thị Thu Thảo**

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Lạc quan trong thận trọng

- Lợi nhuận (LN) ròng Q3/22 tăng mạnh 22,1% svck, theo đó LN 9T22 tăng 23,5% svck, hoàn thành 74% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Trong bối cảnh khó khăn ngày càng gia tăng, tăng trưởng LN ròng kỳ vọng giảm tốc và chỉ tăng 12-14% svck trong năm 2023 – 24.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 44.000đ/cp.

### KQKD Q3/22: Sát với kỳ vọng của chúng tôi

LN ròng của TCB trong Q3/22 tăng 22,1% svck nhờ tăng trưởng tín dụng ổn định, thu nhập phí tăng mạnh (+42% svck) và chi phí dự phòng giảm. Tín dụng tăng 11,1% so với đầu năm vào cuối Q3/22, trong đó cho vay bán lẻ tăng 37% so với đầu năm (chiếm 49% dư nợ), bù đắp cho TPDN sụt giảm (-30,7% so với đầu năm). Đáng chú ý, nhờ bộ đệm dự phòng dày trước đó, TCB đã có ít áp lực hơn trong việc “củng cố hệ thống phòng thủ” trong năm nay, khi chi phí dự phòng Q3/22 chỉ tăng 3,5% svck. LN ròng 9T22 của TCB đạt 16,6 nghìn tỷ đồng (+23,5% svck), hoàn thành 74% dự phóng cả năm của chúng tôi.

### Triển vọng ngành Ngân hàng: con đường gập ghềnh phía trước

VND tiếp tục phải đối mặt với áp lực đồng USD mạnh lên, buộc NHNN phải thực hiện nhiều các biện pháp can thiệp hơn ngoài việc chỉ dựa vào dự trữ USD. Sau khi nới biên độ giao dịch VND (từ 3% lên 5%), NHNN đã thực hiện đợt tăng lãi suất điều hành lần thứ hai liên tiếp thêm 100 điểm cơ bản; và việc tăng lãi suất này sẽ tác động tiêu cực đến NIM của ngân hàng. Bên cạnh đó, rủi ro “đứt gãy thanh khoản” tại các doanh nghiệp sẽ tác động xấu lên chất lượng tài sản của ngân hàng. Nhìn chung, chính sách tiền tệ thắt chặt và những bất ổn vĩ mô sẽ ảnh hưởng lên triển vọng ngành ngân hàng trong năm tới khi tăng trưởng tín dụng chậm lại, NIM thu hẹp và chi phí tín dụng tăng.

### Thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN): sóng gió chưa nguôi

Thị trường TPDN Việt Nam vẫn đang phải đối mặt với nhiều sóng gió do ảnh hưởng từ chuỗi điều tra các sai phạm và Nghị định 65 (Nghị định 153 sửa đổi). Hiện nay, nhà đầu tư đang mất niềm tin vào sự minh bạch của các tổ chức phát hành TPDN, khi nhiều trường hợp phát hành sai qui định/sai mục đích bị phát hiện và nhiều lãnh đạo cấp cao bị bắt giữ. TCB vẫn sẽ tiếp tục chịu áp lực do TCB là ngân hàng nắm giữ nhiều TPDN trong danh mục tín dụng (chiếm khoảng 10% và 33% thu nhập từ phí đến từ bảo lãnh và phân phối trái phiếu).

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 44.000 đ/cp

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng trong 2023-24 của TCB sẽ chỉ tăng 12-14% svck. Chúng tôi hạ P/B mục tiêu xuống 1,1 lần từ 2,0 lần để phản ánh những khó khăn của ngành. Cùng với tỷ trọng 50% của phương pháp thu nhập thặng dư (COE: 15,3%, LTG: 3%), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới là 44.000 đồng/cp (thấp hơn 29% so với giá mục tiêu trước đó). TCB hiện đang giao dịch ở mức P/B 2023 rất thấp chỉ 0,6 lần, cho thấy rằng rủi ro đã được phản ánh vào giá. Rủi ro giảm giá gồm (i) lãi suất tăng cao hơn dự kiến, (iii) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến, (iii) khó khăn trên thị trường bất động sản và TPDN tiếp tục kéo dài.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	26.699	31.232	34.551	39.397
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,7%	5,5%	5,4%	5,4%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	37.076	43.451	48.563	55.170
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(2.665)	(1.727)	(2.228)	(2.397)
LN ròng (tỷ)	18.052	22.374	24.963	28.465
Tăng trưởng LN ròng	46,5%	23,9%	11,6%	14,0%
EPS điều chỉnh	5.140	6.361	7.097	8.092
BVPS	26.264	32.172	39.282	47.390
ROAE	21,7%	21,8%	19,9%	18,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## LẠC QUAN TRONG THẬN TRỌNG

### KQKD 9T22 sát với kỳ vọng của chúng tôi

Hình 1: So sánh KQKD Q3/22 và 9T22 (tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác)

	Q3/22			9T22			Dự báo		Nhận xét
	Q3/22	Q3/21	% svck	9T22	9T21	% svck	VNDIRECT	% dự báo VNDIRECT	
Thu nhập lãi	7.565	6.742	12,2%	23.470	19.454	20,6%	31.206	75,2%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
Thu nhập ngoài lãi	2.773	2.037	36,1%	8.016	7.463	7,4%	12.219	65,6%	Thấp hơn dự phóng do ảnh hưởng thu nhập đầu tư
Tổng thu nhập HĐKD	10.338	8.779	17,8%	31.486	26.917	17,0%	43.425	72,5%	
Chi phí hoạt động	(3.014)	(2.628)	14,7%	(9.420)	(7.781)	21,1%	(13.027)	72,3%	
LN trước dự phòng	7.324	6.151	19,1%	22.067	19.136	15,3%	30.397	72,6%	
Chi phí dự phòng	(609)	(589)	3,5%	(1.245)	(2.037)	-38,9%	(1.727)	72,1%	
LN trước thuế	6.715	5.562	20,7%	20.822	17.098	21,8%	28.670	72,6%	
LN ròng	5.298	4.338	22,1%	16.603	13.445	23,5%	22.360	74,3%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi

Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Hình 2: Các chỉ số chính của TCB theo quý

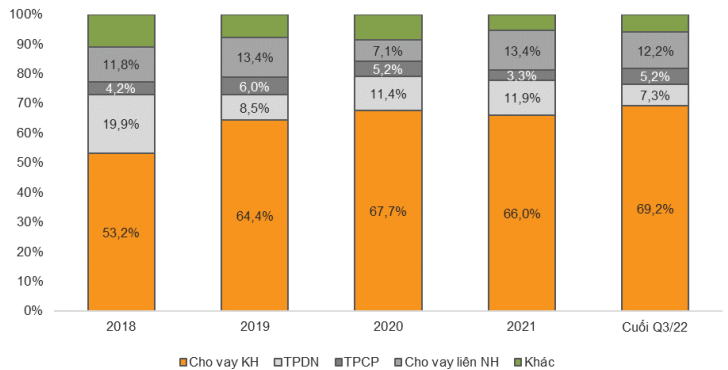
	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22
Thu nhập lãi thuần/tổng thu nhập	69,9%	66,8%	68,7%	70,3%	68,6%	71,6%	76,8%	71,3%	80,2%	70,6%	73,2%
Thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập	30,1%	33,2%	31,3%	29,7%	31,4%	28,4%	23,2%	28,7%	19,8%	29,4%	26,8%
NIM	4,6%	4,5%	4,9%	5,0%	5,3%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,6%
Chi phí/thu nhập	35,4%	31,2%	33,2%	29,7%	28,7%	28,1%	29,9%	33,4%	30,7%	29,9%	29,2%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,1%	0,9%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,6%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	117,9%	108,6%	148,0%	171,0%	219,4%	258,9%	184,4%	162,9%	160,8%	171,6%	165,0%
Tỷ lệ chi phí tín dụng	0,7%	0,9%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	0,8%	0,9%	0,6%	0,5%	0,5%
ROAA (trượt 12 tháng)	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,3%	3,6%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%
ROAE (trượt 12 tháng)	17,7%	17,6%	17,7%	18,1%	20,0%	21,5%	22,1%	21,7%	21,7%	21,7%	21,6%

Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Hình 3: Phân tích những chỉ tiêu chính trong bảng cân đối kế toán của TCB

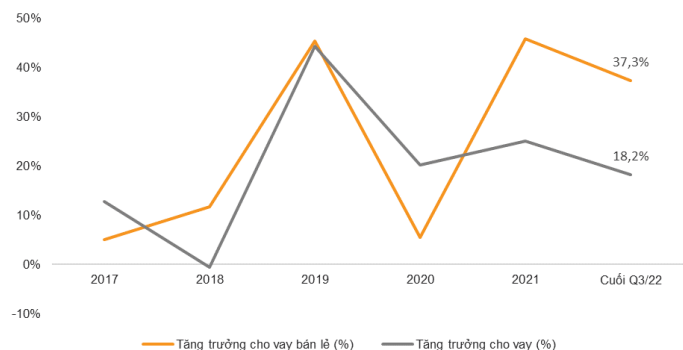
#### Cơ cấu tài sản sinh lời của TCB

- Tài sản sinh lời của TCB tăng 12,7% so với đầu năm tính đến cuối Q3/22, trong đó TPDN giảm 30,7% so với đầu năm (chiếm khoảng 10% cơ cấu tín dụng so với mức 15,3% cuối năm 2021). Cho vay khách hàng của TCB ghi nhận tăng 18,2% so với đầu năm (chiếm 69% cơ cấu tín dụng so với mức 66% năm 2021).
- TCB vẫn đang là bên vay ròng trên thị trường liên ngân hàng.

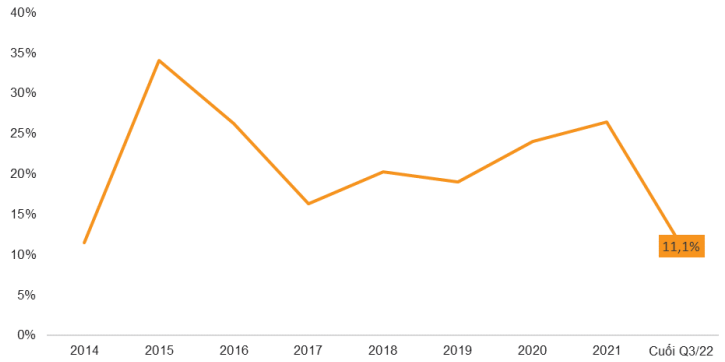


#### Cơ cấu và tăng trưởng cho vay của TCB

- Tăng trưởng cho vay đạt 18,2% so với đầu năm, thúc đẩy bởi cho vay bán lẻ (+37% so với đầu năm); trong khi cho vay các doanh nghiệp vừa và nhỏ và doanh nghiệp lớn lần lượt chỉ tăng 10,9% và giảm 3,4% so với đầu năm.
- Cho vay mua nhà là động lực tăng trưởng chính của mảng cho vay bán lẻ. Mảng này đã tăng 39,4% so với đầu năm, chiếm 82% trong cơ cấu cho vay bán lẻ (từ mức 78% vào cuối năm 2021). Mặt khác, cho vay từ thẻ tín dụng cũng ghi nhận kết quả tốt với mức tăng trưởng 51,6% so với đầu năm (chiếm ~8% trong cơ cấu cho vay bán lẻ).

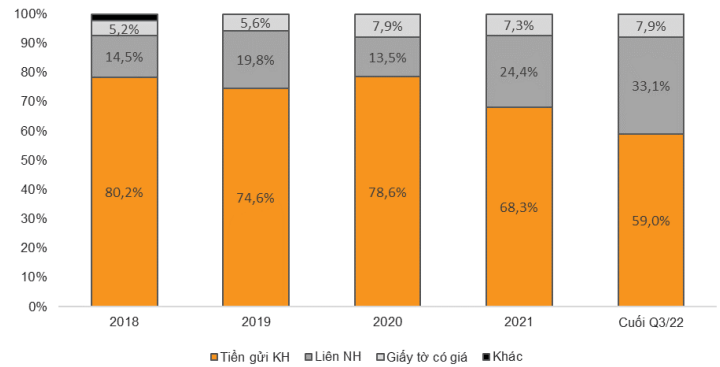


- Tăng trưởng tín dụng hệ thống đang chững lại khi kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô là những ưu tiên hàng đầu trong năm 2022 và cả năm 2023-2024.
- Tăng trưởng tín dụng của TCB đạt 11,1% so với đầu năm. Với hạn ngạch tín dụng cả năm là 11,7%, dự địa tăng trưởng tín dụng của TCB sẽ bị hạn chế cho đến hết năm.



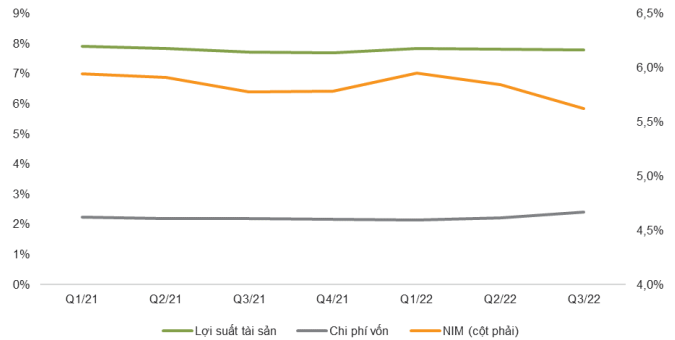
**Cơ cấu huy động, tiền gửi và tỷ lệ CASA của TCB**

- Tăng trưởng tiền gửi đạt 1,3% so với đầu năm (so với mức tăng 17,4% của tổng huy động; tiền gửi khách hàng chiếm 59% tổng huy động). Thay vì chỉ phụ thuộc vào kênh tiền gửi khách hàng, TCB đã tăng cường huy động vốn từ thị trường liên ngân hàng và giấy tờ có giá (lần lượt tăng 59% và 27% so với đầu năm). Điều này đã giúp giảm bớt áp lực thanh khoản của ngân hàng khi LDR vẫn duy trì ở mức hợp lý là 78% vào cuối Q3/22.
- Một điểm sáng nữa về yếu tố thanh khoản đó là TCB đã giảm tỷ lệ tiền gửi ngắn hạn/cho vay dài hạn xuống 27% (so với mức tối đa của ngành là 34%) từ mức 32-33% trong các quý trước.
- CASA giảm còn 46,5% do khách hàng rút tiền nhân rồi để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của họ trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng hạn chế. Do các doanh nghiệp còn đang gặp khó khăn về thanh khoản, chúng tôi cho rằng dòng tiền này sẽ không sớm quay trở lại.



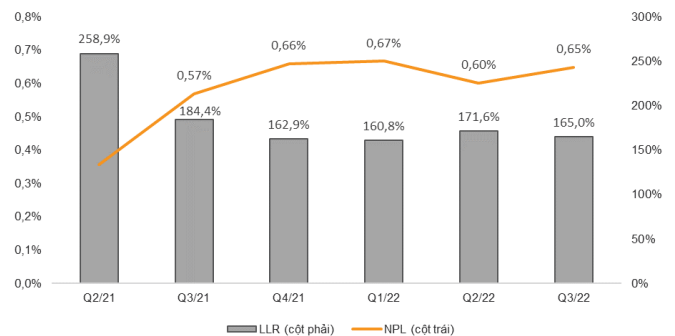
**Diễn biến NIM của TCB (%)**

- NIM của TCB đã giảm trong Q3/22 do (1) thay đổi cơ cấu tài sản sinh lời với tỷ lệ TPDN giảm và (2) COF cao hơn do môi trường lãi suất thấp đã kết thúc trong nửa cuối năm 2022.
- COF sẽ tiếp tục tăng trong Q4/22 và năm 2023-24; vì vậy NIM dự kiến sẽ tiếp tục giảm trong các quý tới.



**Chất lượng tài sản của TCB**

- Nợ xấu của TCB tăng 16% so với đầu năm, trong đó nợ nhóm 5 cao hơn 47% so với cuối năm 2021 do Thông tư 14 hết hiệu lực (từ 30/6/2022). Các khoản vay tái cơ cấu đã giảm còn 400 tỷ đồng (chiếm khoảng 0,1% trên dư nợ so với mức 0,5% trong năm 2021), do trước đó nhiều khách hàng đã thanh toán các khoản vay được tái cơ cấu nhờ tài chính phục hồi.
- Tỷ lệ nợ xấu là 0,65% (so với 0,66% vào cuối năm 2021). LLR duy trì ở mức 165% (so với 163% vào cuối năm 2021). Theo quan điểm của chúng tôi, chất lượng tài sản của TCB vẫn rất tốt.



Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

**Triển vọng ngành ngân hàng: con đường gập ghềnh phía trước...**

**Tăng trưởng tín dụng giảm tốc và rủi ro NIM thu hẹp**

Ngành ngân hàng Việt Nam đang phải đối mặt với nhiều thách thức từ bên ngoài và cả trong nước. Việc FED tăng lãi suất mạnh đã khiến chỉ số DXY leo lên mức cao nhất trong hai thập kỷ, tạo ra áp lực giảm giá đối với hầu hết các đồng tiền trên thế giới trong vài tháng gần đây và VND không phải là ngoại lệ. Cùng với việc bán USD để ổn định tỷ giá, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã nới biên độ giao dịch VND (từ 3% lên 5%) và tăng lãi suất điều hành lần thứ hai liên tiếp, thêm 100 điểm cơ bản trong vòng 1 tháng vừa qua.

Việc tăng mạnh lãi suất điều hành đã tác động trực tiếp đến lãi suất huy động của tất cả các kỳ hạn và các ngân hàng đều đã phải tăng lãi suất huy động với tốc độ tương tự như vậy. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy lãi suất cho vay khó có thể theo kịp với chi phí huy động vốn tăng cao do NHNN đã và đang yêu cầu các NHTM duy trì mặt bằng lãi suất cho vay phù hợp để hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước. Do đó, việc tăng lãi suất mạnh mẽ nói trên sẽ tác động tiêu cực đến NIM của các ngân hàng với chi phí vốn cao hơn.

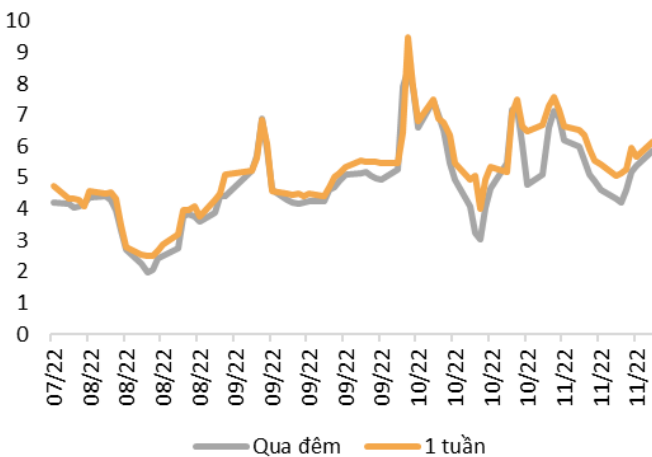
Chúng tôi tin rằng mọi thứ sẽ trở nên “nhẹ nhàng” hơn chỉ khi áp lực từ đồng USD giảm bớt. Hiện tại, FED dự kiến sẽ có thêm các đợt tăng lãi suất nữa trong hai tháng cuối năm nay; do đó, căng thẳng này có thể còn kéo dài đến ít nhất là hết nửa đầu năm 2023 (chúng tôi ước tính rằng NHNN sẽ tăng lãi suất điều hành thêm 50 điểm cơ bản trong Q4/22 hoặc có thể là Q1/23).

**Rủi ro chất lượng tài sản suy yếu**

Chúng tôi thấy một vấn đề khác rất đáng lưu ý đó là rủi ro “đứt gãy thanh khoản” giữa các doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là ở các doanh nghiệp vừa và nhỏ, điều này có thể ảnh hưởng lên chất lượng tài sản của các ngân hàng. Các doanh nghiệp Việt Nam phải đối mặt với chi phí lãi vay cao hơn (do đồng USD mạnh lên và lãi suất VND cao hơn), điều này làm giảm khả năng sinh lời và gia tăng áp lực nợ vay. Mặt khác, thị trường vốn Việt Nam đang bị cản trở khi tín dụng từ ngân hàng hạn hẹp và việc phát hành TPDN bị siết chặt; do đó nhiều doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn trong việc tiếp cận đủ nguồn vốn để phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của họ. Khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn và gánh nặng đáp ứng nghĩa vụ nợ của các doanh nghiệp có thể tác động xấu lên chất lượng tài sản của các ngân hàng từ năm 2023 trở đi.

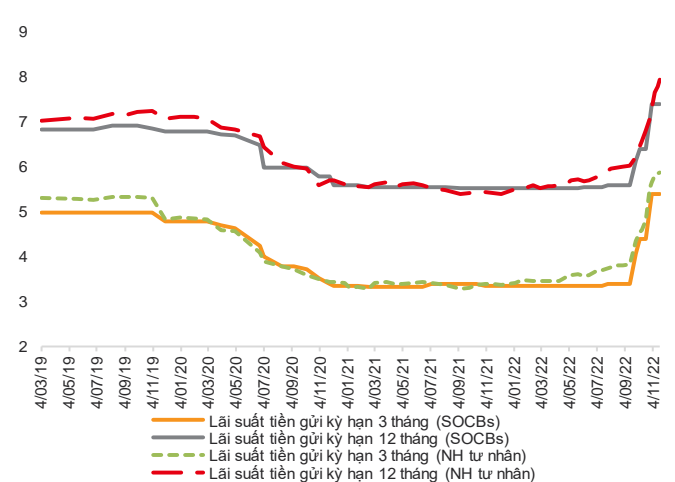
Tóm lại, do chính sách tiền tệ bị thắt chặt và những bất ổn vĩ mô, ngành ngân hàng trong năm 2023-24 sẽ gặp nhiều trở ngại hơn liên quan đến tăng trưởng tín dụng chậm lại, áp lực hy sinh lợi nhuận (NIM thu hẹp) và đối mặt với những lo ngại về chất lượng tài sản.

Hình 4: Lãi suất liên NH tăng nhanh (%)



Nguồn: NHNN

Hình 5: ... và lãi suất huy động cũng biến động tương tự (%)



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT Research



## Căng thẳng trên thị trường trái phiếu và bất động sản vẫn chưa dịu bớt

### Thị trường trái phiếu doanh nghiệp: mất niềm tin

Kể từ Q2/22, chính phủ đã giám sát chặt chẽ thị trường TPDN. Nghị định 65 – nhằm thắt chặt hơn các quy định về phát hành TPDN – cuối cùng đã được ban hành. Chúng tôi hiểu rằng những chỉ thị này sẽ khuyến khích hơn việc phát hành ra công chúng, cải thiện chất lượng của các tổ chức phát hành và tính bền vững của thị trường non trẻ này trong dài hạn. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, thị trường đã chứng kiến hàng loạt vụ điều tra, trong đó nhiều trường hợp phát hành sai mục đích/sai quy định đã được chứng minh và nhiều lãnh đạo cấp cao bị bắt giữ. Điều này đã làm mất lòng tin của nhà đầu tư đối với chất lượng của các tổ chức phát hành và dẫn đến sự “tắt chay” trên thị trường TPDN. Hơn nữa, nó cũng tác động tiêu cực đến các ngân hàng có liên quan nhiều đến TPDN khi rủi ro tín dụng gia tăng và thu nhập từ phí giảm thông qua hoạt động bảo lãnh phát hành và phân phối trái phiếu (như TCB).

Chính phủ dường như vẫn sẽ duy trì các biện pháp quyết liệt này để cải thiện thị trường vốn và các cuộc điều tra nói trên vẫn chưa có dấu hiệu chấm dứt.

### Thị trường BĐS: không còn là sự lựa chọn hấp dẫn

Mặc dù không có "quy định/văn bản chính thức" nào liên quan đến việc NHNN thắt chặt dòng tín dụng vào thị trường BĐS, nhưng việc cho vay BĐS đã chậm lại kể từ Q2/22 do...

- Cho vay BĐS thường là các khoản vay trung và dài hạn. Theo Thông tư 08/2020, tỷ lệ tối đa lấy vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn sẽ giảm từ mức 37% xuống 34% từ ngày 1/10/2022 trở đi. Do đó, các ngân hàng sẽ phải chú ý nhiều hơn đến việc quản lý rủi ro thanh khoản và do đó sẽ không để dư nợ cho vay BĐS tăng lên quá mạnh.
- Vì BĐS có tỷ lệ rủi ro cho vay rất cao là 200% so với các lĩnh vực khác, nên các ngân hàng cũng đã và đang hạn chế cho vay BĐS để bảo đảm tính an toàn vốn và chất lượng tài sản

Khi nhiều cuộc kiểm tra và đánh giá rủi ro đối với mỗi ngân hàng sẽ được thực hiện nhiều hơn, các ngân hàng có danh mục cho vay bất động sản sẽ khó thúc đẩy tăng trưởng cho vay trong năm 2023-2024.

### **Chúng tôi đưa ra dự báo thận trọng trong năm 2023-2024 cho TCB**

Do những trở ngại của ngành và sự giám sát chặt chẽ trên thị trường trái phiếu và bất động sản, tăng trưởng LN ròng của TCB chắc chắn sẽ chậm lại trong giai đoạn 2023-2024, trong đó:

- Tăng trưởng tín dụng đạt 10% trong 2023 (tăng trưởng kép 2019-21: 25%).
- NIM sẽ giảm khoảng 12 điểm cơ bản trong 2023. CASA cao và “dư địa mở rộng” cho vay bán lẻ giúp TCB giảm thiểu một phần rủi ro này.
- TCB sẽ phải tăng cường trích lập dự phòng để đề phòng rủi ro nợ xấu.

Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của TCB sẽ tăng 12-14% so với cùng kỳ trong giai đoạn 2023-2024 (tăng trưởng kép 2019-2021 là 34%).

**Hình 6: Dự báo các chỉ số chính (%)**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tăng trưởng cho vay	19,0%	24,0%	26,5%	12,3%	10,1%	15,2%
Tăng trưởng tiền gửi	14,8%	20,0%	13,4%	1,5%	10,0%	15,0%
NIM	4,33%	4,88%	5,70%	5,54%	5,42%	5,42%
LDR	75,3%	79,8%	77,2%	78,2%	79,1%	80,1%
CAR	15,5%	16,0%	15,0%	15,7%	16,0%	17,0%
NPL	1,3%	0,5%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%
LLR	94,8%	171,0%	162,9%	167,0%	160,2%	151,0%

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 7: Các chỉ tiêu chính của báo cáo KQKD

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng kép (2019 - 21)	Tăng trưởng kép (2022 - 24)
Thu nhập lãi	14.258	18.751	26.699	31.232	34.551	39.397	36,8%	12,3%
% svck	28,1%	31,5%	42,4%	17,0%	10,6%	14,0%		
Thu nhập từ phí	6.810	8.627	10.378	12.219	14.012	15.773	23,4%	13,6%
% svck	-5,7%	26,7%	20,3%	17,7%	14,7%	12,6%		
Tổng thu nhập hoạt động	21.068	27.379	37.076	43.451	48.563	55.170	32,7%	12,7%
% svck	14,8%	30,0%	35,4%	17,2%	11,8%	13,6%		
Chi phí hoạt động	7.313	8.967	11.173	13.035	14.326	16.275	23,6%	11,7%
% svck	25,2%	22,6%	24,6%	16,7%	9,9%	13,6%		
LN trước dự phòng	13.756	18.411	25.903	30.416	34.237	38.895	37,2%	13,1%
% svck	10,0%	33,8%	40,7%	17,4%	12,6%	13,6%		
Chi phí dự phòng	917	2.611	2.665	1.727	2.228	2.397	70,4%	17,8%
% svck	-50,3%	184,6%	2,1%	-35,2%	29,0%	7,6%		
LNTT	12.838	15.800	23.238	28.689	32.009	36.498	34,5%	12,8%
% svck	20,4%	23,1%	47,1%	23,5%	11,6%	14,0%		
LN ròng	10.075	12.325	18.052	22.374	24.963	28.465	33,9%	12,8%
% svck	19,1%	22,3%	46,5%	23,9%	11,6%	14,0%		

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 8: Các chỉ tiêu chính của bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng kép (2019 - 21)	Tăng trưởng kép (2022 - 24)
Tài sản sinh lãi	358.387	409.953	526.197	600.372	674.880	778.499	21,2%	13,9%
% svck	19,3%	14,4%	28,4%	14,1%	12,4%	15,4%		
Cho vay KH	230.802	277.525	347.341	419.883	466.598	539.877	22,7%	13,4%
% svck	44,3%	20,2%	25,2%	20,9%	11,1%	15,7%		
Cho vay liên NH	47.990	28.995	70.584	74.113	88.936	106.723	21,3%	20,0%
% svck	35,0%	-39,6%	143,4%	5,0%	20,0%	20,0%		
Chứng khoán đầu tư	76.402	93.181	103.363	101.222	113.161	124.477	16,3%	10,9%
% svck	-19,1%	22,0%	10,9%	-2,1%	11,8%	10,0%		
Tổng huy động	310.458	353.110	460.891	543.191	597.121	682.092	21,8%	12,1%
% svck	20,6%	13,7%	30,5%	17,9%	9,9%	14,2%		
Huy động từ khách hàng	231.297	277.459	314.753	319.474	351.421	404.134	16,7%	12,5%
% svck	14,8%	20,0%	13,4%	1,5%	10,0%	15,0%		
Giấy tờ có giá	17.461	27.900	33.680	43.784	45.973	48.272	38,9%	5,0%
% svck	32,5%	59,8%	20,7%	30,0%	5,0%	5,0%		
Vay từ liên NH	61.267	47.485	112.459	179.934	199.727	229.686	35,5%	13,0%
% svck	68,2%	-22,5%	136,8%	60,0%	11,0%	15,0%		

Nguồn: VNDIRECT Research

### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 44.000đ/cp

Để phản ánh những khó khăn của ngành ngân hàng, chúng tôi hạ P/B mục tiêu cho TCB (từ 2,0x xuống 1,1x – tương đương mức trừ 1 độ lệch chuẩn trung bình 3 năm), kết hợp với phương pháp thu nhập thặng dư (COE: 15,3%, LTG: 3%), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 44.000đ/cp (-29% so với giá mục tiêu trước đó). Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên định giá thu nhập thặng dư và phương pháp P/B, có trọng số như nhau.

Mặc dù chúng tôi đã phản ánh tất cả những tiêu cực nói trên vào định giá, định giá của TCB vẫn ở mức rất thấp khi P/B hiện tại và P/B 2023 lần lượt là 0,8 lần và 0,6 lần (so với mức trung bình ngành là 1,0 lần và trung bình 3 năm là 1,5 lần).

Rủi ro giảm giá gồm (i) lãi suất tăng cao hơn dự kiến, (iii) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến, (iii) khó khăn trên thị trường bất động sản và TPDN tiếp tục kéo dài.

Hình 9: Các giả định chính về định giá thu nhập thặng dư, dựa trên ước tính của chúng tôi

Giả định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Beta	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03
Chi phí vốn chủ sở hữu	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
Tăng trưởng dài hạn						3.0%
Giá trị sổ sách đầu kỳ	112,953					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	27,947					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	16,301					
Giá trị vốn chủ sở hữu	157,200					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	3,511					
Giá trị 1 cổ phiếu (đ/cp)	44,775					

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 10: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đ/cp)	Đóng góp (đ/cp)
Thu nhập thặng dư	50%	44,775	22,387
Hệ số P/B (1,1 lần cho năm 2023)	50%	43,210	21,605
Giá mục tiêu (đ/cp)			43,993
Giá mục tiêu (đ/cp, làm tròn)			44,000

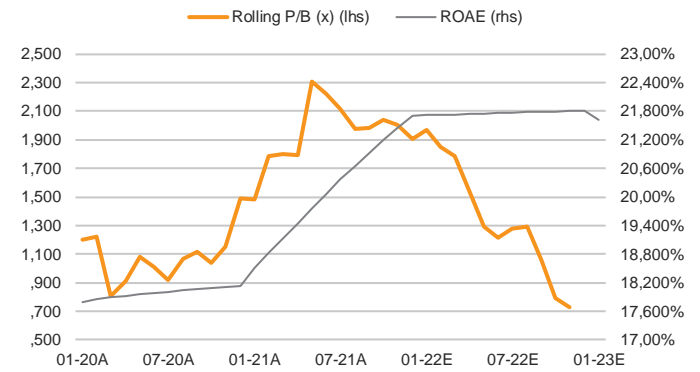
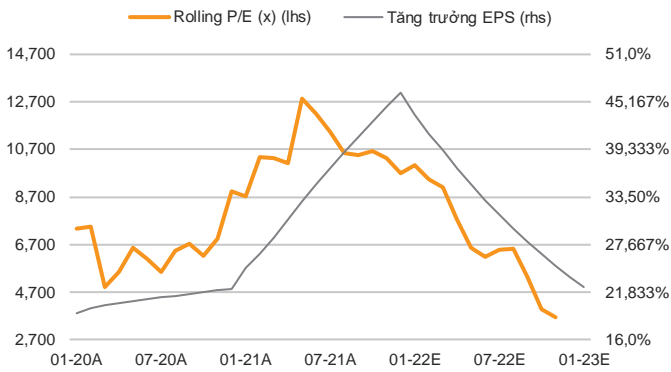
Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 11: So sánh các ngân hàng Việt Nam (giá ngày 25/11/2022)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa		Giá mục tiêu	Vốn hóa Tỷ USD	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm %	ROE		ROA	
			Nội tệ	Nội tệ			2022	2023	2022	2023		2022	2023	2022	2023
NHTM CP Ngoại Thương Việt Nam	VCB VN	Khả quan	73.100	84.600	13,9	2,5	2,2	12,2	12,1	13,4%	20,5%	19,3%	1,6%	1,6%	
NHTM CP Việt Nam Thịnh Vượng	VPB VN	Khả quan	15.500	26.300	4,2	1,1	0,9	4,2	5,2	9,4%	23,4%	18,7%	3,5%	2,9%	
<b>NHTM CP Kỹ Thương Việt Nam</b>	<b>TCB VN</b>	<b>Khả quan</b>	<b>23.000</b>	<b>44.000</b>	<b>3,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>13,8%</b>	<b>21,8%</b>	<b>19,9%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,5%</b>	
NHTM CP Công Thương Việt Nam	CTG VN	Khả quan	25.800	34.400	5,0	1,2	1,0	10,2	8,8	15,2%	16,5%	16,8%	1,0%	1,1%	
NHTM CP Quân Đội	MBB VN	Khả quan	16.200	30.600	3,0	1,0	0,8	4,1	3,9	16,5%	25,6%	23,1%	2,7%	2,6%	
NHTM CP Á Châu	ACB VN	Khả quan	21.500	30.000	2,9	1,3	1,0	4,9	5,0	10,2%	26,0%	22,5%	2,4%	2,4%	
NHTM CP Quốc Tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	18.300	28.000	1,6	1,2	1,1	4,2	4,3	14,4%	28,4%	24,8%	2,4%	2,4%	
NHTM CP Phát Triển TP HCM	HDB VN	Khả quan	14.950	23.000	1,5	1,0	0,8	4,4	5,3	17,0%	24,3%	22,8%	2,1%	2,2%	
NHTM CP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	20.300	31.000	1,3	1,0	0,8	5,1	4,7	22,3%	20,5%	20,7%	1,9%	2,1%	
NHTM CP Bưu Điện Liên Việt	LPB VN	Khả quan	10.650	15.800	0,7	0,8	0,7	3,7	4,4	6,7%	22,3%	17,5%	1,5%	1,3%	
<b>Trung bình</b>							<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>13,9%</b>	<b>22,9%</b>	<b>20,6%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,2%</b>

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT Research

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>31.232</b>	<b>34.551</b>	<b>39.397</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>12.219</b>	<b>14.012</b>	<b>15.773</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>43.451</b>	<b>48.563</b>	<b>55.170</b>
Tổng chi phí hoạt động	(13.035)	(14.326)	(16.275)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>30.416</b>	<b>34.237</b>	<b>38.895</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(1.727)</b>	<b>(2.228)</b>	<b>(2.397)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>28.689</b>	<b>32.009</b>	<b>36.498</b>
Thuế	(5.881)	(6.562)	(7.482)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>22.808</b>	<b>25.447</b>	<b>29.016</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(433)	(483)	(551)
<b>LN ròng</b>	<b>22.374</b>	<b>24.963</b>	<b>28.465</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	419.883	466.598	539.877
Cho vay các ngân hàng khác	74.113	88.936	106.723
<b>Tổng cho vay</b>	<b>493.996</b>	<b>555.535</b>	<b>646.600</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	101.222	113.161	124.477
Các tài sản sinh lãi khác	5.154	6.185	7.422
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>600.372</b>	<b>674.880</b>	<b>778.499</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(5.440)</b>	<b>(6.409)</b>	<b>(7.373)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>415.149</b>	<b>460.966</b>	<b>533.358</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>594.932</b>	<b>668.472</b>	<b>771.126</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	3.758	3.945	4.143
Tổng đầu tư	1.157	1.215	1.275
Các tài sản khác	77.034	84.358	92.396
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>81.949</b>	<b>89.518</b>	<b>97.814</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>676.881</b>	<b>757.990</b>	<b>868.940</b>
Nợ khách hàng	319.474	351.421	404.134
Dư nợ tín dụng	43.784	45.973	48.272
Tài sản nợ chịu lãi	363.258	397.394	452.406
Tiền gửi	179.934	199.727	229.686
Tổng tiền gửi	543.191	597.121	682.092
Các khoản nợ lãi suất khác	0	0	0
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>543.191</b>	<b>597.121</b>	<b>682.092</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	19.458	21.191	18.154
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>19.458</b>	<b>21.191</b>	<b>18.154</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>562.650</b>	<b>618.312</b>	<b>700.246</b>
Vốn điều lệ và	35.109	35.109	35.109
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	69.844	94.807	123.272
Các quỹ thuộc VCSH	8.000	8.000	8.000
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>112.953</b>	<b>137.916</b>	<b>166.381</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.278	1.762	2.313
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>114.231</b>	<b>139.678</b>	<b>168.694</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>676.881</b>	<b>757.990</b>	<b>868.940</b>

	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	1,5%	10,0%	15,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	20,9%	11,1%	15,7%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	17,0%	10,6%	14,0%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	17,4%	12,6%	13,6%
Tăng trưởng LN ròng	23,9%	11,6%	14,0%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	14,0%	12,4%	15,4%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	6.373	7.110	8.107
BVPS (VND)	32.172	39.282	47.390
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	23,8%	11,6%	14,0%

Các chỉ số chính

	12-22E	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,5%	5,4%	5,4%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(30,0%)	(29,5%)	(29,5%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,7%	0,8%	0,8%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,7%	0,8%	0,8%
LN/ TB cho vay	0,5%	0,5%	0,5%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	16,4%	17,8%	18,1%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	115,6%	117,4%	119,3%
<b>Biên lợi và độ đàn trái</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,4%	8,5%	8,2%
Chi phí cho các quỹ	3,2%	3,5%	3,2%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	5,0%	4,8%	4,8%
ROAE	21,8%	19,9%	18,7%



*Nguồn: VND RESEARCH*

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT****Khuyến nghị cổ phiếu**

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

**Khuyến nghị ngành**

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

**Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Trần Thị Thu Thảo – Chuyên viên Phân tích**

Email: [thao.tranthu2@vndirect.com.vn](mailto:thao.tranthu2@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>