

## Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB: HOSE)

Cập nhật KQKD Q2/2023

Ngày báo cáo: 09/08/2023  
 NGÀNH: NGÂN HÀNG  
 PGĐ PTCP: Nguyễn Thu Hà, CFA  
 Email: [hant4@ssi.com.vn](mailto:hant4@ssi.com.vn)  
 SĐT: +84-24 3936 6321 ext. 8708

Khuyến nghị: **TRUNG LẬP**  
 Giá mục tiêu 1Y: **38.700 Đồng**  
 Giá CP ngày 07/08/2023: 34.000 Đồng  
 % Tăng giá: **+13,8%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 5.040  
 Giá trị vốn hoá (tỷ VND): 119.586  
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 3.517  
 KLGD trung bình 3 tháng (cp): 7.497.506  
 Giá cao/thấp nhất 52T (1000 Đ): 39,95/19,3  
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 239,6  
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 22,46  
 Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

### Biên động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

### Thông tin cơ bản về công ty

Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB: HOSE) thành lập vào năm 1993 dưới hình thức ngân hàng tư nhân. Sau 24 năm, TCB đã trở thành ngân hàng lớn thứ 9 về tài sản trong số 15 ngân hàng chúng tôi nghiên cứu.

## Lợi nhuận trước thuế dự kiến phục hồi trong năm 2024

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu của TCB, với giá mục tiêu 1 năm là **38.700 đồng/cổ phiếu** do chúng tôi chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2024. Chúng tôi tin vào triển vọng dài hạn của thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam. Với xu hướng tăng trưởng trong dài hạn đó, TCB với vị thế là một ngân hàng đứng đầu trên thị trường trong những lĩnh vực này cũng sẽ được hưởng lợi. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi vẫn cho rằng những thách thức hiện tại đối với cả thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp khó có thể được giải quyết hoàn toàn trong thời gian ngắn mà quá trình này có thể diễn ra trong 2-3 năm. Trong thời gian này, tỷ lệ hấp thụ trên thị trường bất động sản có thể không đạt được như kỳ vọng và ảnh hưởng tiêu cực đến dòng tiền của các chủ đầu tư. Theo đó, tăng trưởng LNTT của TCB trong thời gian tới khó có thể đạt được mức tương tự như những năm trước đó (2014-2021). Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế của ngân hàng trong năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 23,3 nghìn tỷ đồng (-8,5% svck) và 27,2 nghìn tỷ đồng (+16,1% svck). ROE dự kiến sẽ duy trì ở mức khoảng 15% so với mức trung bình ngành là 16,2%.

**Quan điểm ngắn hạn:** Giá cổ phiếu có thể có biến động lớn trước những tin tức tác động tới thị trường bất động sản (như lãi suất tiếp tục có xu hướng giảm, tỷ lệ hấp thụ tại các dự án mở bán mới cao hơn hoặc kém hơn dự kiến...)

**Tiềm năng tăng đối với khuyến nghị:** Tỷ lệ hấp thụ cao hơn kỳ vọng tại các dự án BĐS mà TCB tài trợ; và mảng ngân hàng đầu tư và bancassurance phục hồi tốt hơn kỳ vọng.

**Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:** Tỷ lệ hấp thụ thấp hơn kỳ vọng tại các dự án bất động sản mà TCB tài trợ; và mảng ngân hàng đầu tư và bancassurance phục hồi kém hơn kỳ vọng.

**Bảng 1: Bảng chỉ tiêu tài chính**

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	27.042	37.076	40.902	39.090	45.991
LNTT	15.800	23.238	25.568	23.392	27.158
Tăng trưởng LNTT (%)	23,1%	47,1%	10,0%	-8,5%	16,1%
Tăng trưởng tín dụng (%)	24,0%	26,5%	12,5%	14,1%	15,3%
Tăng trưởng huy động (%)	22,8%	14,1%	12,6%	20,9%	17,1%
ROE (%)	18,0%	21,5%	19,5%	15,0%	15,1%
NIM (%)	4,9%	5,7%	5,3%	4,1%	4,6%
CIR (%)	31,9%	30,1%	32,8%	32,8%	32,0%
NPL (%)	0,5%	0,7%	0,7%	1,1%	1,2%
LLCR (%)	171,0%	162,9%	157,3%	106,3%	89,9%
EPS (VND)	3.521	5.146	5.739	5.244	6.097
BVPS (VND)	21.151	26.264	31.927	37.145	43.211
P/E (x)	8,9	10,3	4,5	6,4	5,5
P/B (x)	1,5	2,0	0,8	0,9	0,8

Nguồn: TCB, SSI Research

**KQKD Q2/2023**

TCB ghi nhận 5,6 nghìn tỷ đồng lợi nhuận trước thuế trong Q2/2023, giảm 23% svck. Mặc dù kết quả lợi nhuận này nhìn chung phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi (5,8 nghìn tỷ đồng), nhưng từng chỉ số khác lại có diễn biến rất khác biệt. Cụ thể, **NIM giảm nhanh hơn (-25 bps so với quý trước và -160 bps svck), trong khi chi phí tín dụng ở mức thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi**. Ngân hàng cũng ghi nhận khoản thu nhập bất thường từ hợp đồng phòng vệ rủi ro tỷ giá (676 tỷ đồng), giúp bù đắp một phần cho sự sụt giảm của cả mảng bancassurance (-76% svck) và ngân hàng đầu tư (-55% svck).

**Bảng 2: Các chỉ số chính của Bảng cân đối kế toán**

Tỷ đồng	30/6/2023	31/12/2022	% YTD	30/6/2022	% YoY
VCSH	121.909	112.869	8,0%	104.473	16,7%
Tổng tài sản	731.914	698.477	4,8%	623.745	17,3%
Cho vay khách hàng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp)	506.334	461.539	9,7%	441.169	14,8%
Tiền gửi khách hàng (bao gồm giấy tờ có giá)	436.904	392.410	11,3%	358.756	21,8%
NPL (Thông tư 02)	1,07%	0,72%		0,60%	
LLC	115,8%	157,3%		171,6%	
LDR	80,4%	76,6%		78,8%	
Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn	31,6%	28,8%		32,0%	
Tỷ lệ CASA	33,1%	38,1%		51,6%	
CAR (Basel II)	15,1%	15,2%		15,7%	

Nguồn: TCB, SSI Research

**Bảng: Các chỉ số chính của Báo cáo kết quả kinh doanh**

(tỷ đồng)	2Q2023	2Q2022	%YoY	1Q2023	%QoQ	1H23	1H22	%YoY
Thu nhập lãi thuần	6.295	7.794	-19,2%	6.527	-3,6%	12.822	15.905	-19,4%
Thu nhập thuần ngoài lãi	3.030	3.242	-6,5%	2.773	9,3%	5.803	5.243	10,7%
Tổng thu nhập hoạt động	9.325	11.036	-15,5%	9.300	0,3%	18.625	21.148	-11,9%
Chi phí hoạt động	-2.869	-3.297	-13,0%	-3.142	-8,7%	-6.011	-6.406	-6,2%
CIR	30,8%	29,9%		33,8%		32,3%	30,3%	
Dự phòng rủi ro tín dụng	-807	-417	93,4%	-535	51,0%	-1.342	-636	111,1%
LNTT	5.649	7.321	-22,8%	5.623	0,5%	11.272	14.106	-20,1%
NIM	3,88%	5,48%		4,13%		4,35%	5,82%	
Chi phí tín dụng	0,69%	0,44%		0,48%		0,66%	0,34%	
ROAA	2,45%	3,75%		2,53%		2,78%	3,86%	
ROAE	15,0%	23,1%		15,8%		17,0%	23,5%	

Nguồn: TCB, SSI Research

**Tín dụng doanh nghiệp tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng chung.** Không giống như Q1/2023, khi TCB đẩy nhanh giải ngân cho các khách hàng ReCOM (Bất động sản – Xây dựng – Vật liệu xây dựng), tăng trưởng tín dụng đã giảm tốc đáng kể trong Q2/2023. Tại thời điểm cuối T6/2023, tổng tín dụng đạt 506 nghìn tỷ đồng (+9,7% so với đầu năm hoặc +0,5% so với quý trước). Trong Q2/2023, do giải ngân mới cho vay mua nhà còn hạn chế trong bối cảnh cầu yếu cùng các khoản vay hiện tại tất toán đã khiến dư nợ cho vay bán lẻ giảm 14 nghìn tỷ đồng (-8% so với đầu năm hoặc -7% so với quý trước). Ngân hàng tiếp tục tập trung vào việc cấp vốn cho các khách hàng doanh nghiệp lớn và doanh nghiệp vừa và nhỏ, với số dư tín dụng tăng lần lượt 12 nghìn tỷ đồng

(+47% so với đầu năm hoặc +7% so với quý trước) và 4 nghìn tỷ đồng (+9% so với đầu năm hoặc +5,6% so với quý trước).

Chúng tôi cũng nhận thấy trong Q2/2023, TCB đã bắt đầu mở rộng trở lại số dư trái phiếu doanh nghiệp (40 nghìn tỷ đồng, +5% so với quý trước) và số dư thư tín dụng trả chậm (UPAS LC) (40 nghìn tỷ đồng, +5% so với quý trước). Trong tháng 7, TCBS đã đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp của một công ty bất động sản với giá trị 2,5 nghìn tỷ đồng. Hội đồng quản trị TCBS cũng đã thông qua việc đầu tư trái phiếu doanh nghiệp với hạn mức tối đa là 7,3 nghìn tỷ đồng. Do đó, tỷ trọng đóng góp của mảng trái phiếu doanh nghiệp trong tổng tài sản của TCB có thể sẽ tăng trong thời gian tới.

**TCB đã điều chỉnh một cách khéo léo nguồn vốn huy động để tối ưu hóa NIM.** Do tín dụng tăng trưởng khiêm tốn nên TCB không thực sự cần thêm tiền gửi khách hàng trong kỳ. Do đó, tiền gửi của khách hàng trong Q2/2023 giảm 5 nghìn tỷ đồng (-1,4% so với quý trước). Thay vào đó, ngân hàng đã phát hành 8 nghìn tỷ đồng trái phiếu vào cuối quý (ngày 29/6/2023) để củng cố tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn về mức 31,6% (từ 33,5% trong Q1/2023). Mức trần cho tỷ lệ này theo quy định của NHNN sẽ giảm xuống 30% vào cuối tháng 9/2023.

**Tuy nhiên, thu nhập lãi thuần (-19% svck) và NIM (3,9%) vẫn thấp hơn kỳ vọng.** Mặc dù TCB đã tối ưu hóa cơ cấu tài sản, đồng thời tỷ lệ CASA cũng phục hồi và tăng lên mức 35% (so với mức đáy trong Q1/2023 là 32%), NIM của TCB vẫn chịu áp lực trong Q2/2023 (xem Biểu đồ 2-4). Chúng tôi cho rằng đây có thể là kết quả của cả sự thay đổi trong cơ cấu tín dụng theo hướng tăng tỷ trọng đối với khách hàng doanh nghiệp như đã đề cập ở trên và cơ chế định giá linh hoạt tại TCB. Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, Ngân hàng có áp dụng chương trình lãi suất linh hoạt theo đó khách hàng có thể lựa chọn thanh toán khoản vay phù hợp dòng tiền của họ. Theo cách thiết kế này, trong thời kỳ khó khăn, lãi suất cho vay thực tế có thể thấp hơn nhiều so với lãi suất cho vay thông thường. Phần chênh lệch giữa mức lãi suất cho vay thông thường và lãi suất ưu đãi đó sẽ được thu hồi khi dòng tiền của khách hàng phục hồi. Hiện tại, khoảng 36% dư nợ của TCB có lãi suất cho vay trung bình là 5,9%, thấp hơn nhiều so với mức lãi suất cho vay thông thường dao động khoảng 8-12% trên thị trường.

**Tỷ lệ nợ xấu tăng lên mức 1,07%.** Tỷ lệ nợ xấu trong nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn duy trì ở mức 0%. Trong khi đó, tỷ lệ nợ xấu của khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ và khách hàng cá nhân đã tăng gấp đôi so với cùng kỳ, tăng lần lượt lên 1,5% và 2% tại thời điểm cuối Quý 2/2023 (xem Biểu đồ 6). *Mặc dù cơ chế định giá linh hoạt làm ảnh hưởng đến NIM, nhưng về mặt kỹ thuật lại giúp nợ xấu duy trì trong tầm kiểm soát*, đặc biệt là đối với các khách hàng doanh nghiệp lớn. Điều này khiến chi phí dự phòng có thể được duy trì ở mức thấp hơn so với kỳ vọng (xem Biểu đồ 5). Chi phí tín dụng trong Q2/2023 là 0,69% (so với giá định hiện tại của chúng tôi cho năm 2023 là 0,95% và Q1/2023 là 0,48%). Ngoài ra, với việc áp dụng cơ chế định giá linh hoạt này, nhu cầu tái cơ cấu nợ theo Thông tư 02 có thể chỉ ở mức hạn chế. Cuối Q2/2023, dư nợ tái cơ cấu theo Thông tư 02 tại TCB là 400 tỷ đồng.

Điểm khác biệt giữa việc áp dụng cơ chế định giá linh hoạt và việc tái cơ cấu là các khoản vay với cơ chế này không bị phân loại lại xuống nợ Nhóm 3 theo Quy định hiện tại về phân loại nợ do việc quy định rõ ràng về điều khoản này trong hợp đồng gốc ban đầu. Theo Thông tư 11/2021, nếu ngân hàng thay đổi kỳ hạn trả lãi hoặc giảm/miễn giảm lãi suất cho vay do khách hàng không có khả năng trả lãi đầy đủ như đã thỏa thuận trong hợp đồng ban đầu, khoản vay sẽ bị chuyển xuống nợ Nhóm 2 và Nhóm 3. Đối với TCB, nhờ việc sử dụng điều khoản định giá linh hoạt trong hợp đồng ban đầu, ngân hàng đã tránh được việc phân loại lại nhóm nợ.

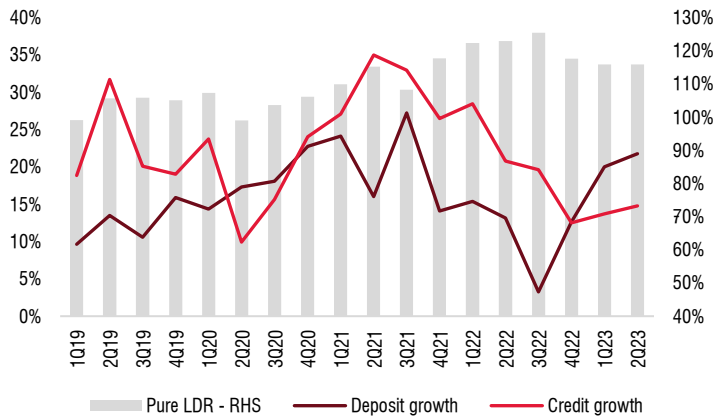
Khi áp dụng cơ chế này, con số NPL và nợ quá hạn khó có thể thể hiện đầy đủ về tỷ lệ những khách hàng đang thực sự gặp khó khăn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng có thể xem xét đến xu hướng lãi suất cho vay trung bình của những khoản có lãi suất thấp để xác định mức độ cải thiện/hồi phục của khách hàng. Do mức lãi suất này tiếp tục có xu hướng giảm từ 6,9% vào năm 2022 xuống 5,9% vào Q2/2023 (Bảng 4), chúng tôi cho rằng dòng tiền của nhóm khách hàng này vẫn còn trong tình trạng khó khăn.

**Bảng 4: Lãi suất cho vay bình quân áp dụng cho các nhóm khách hàng**

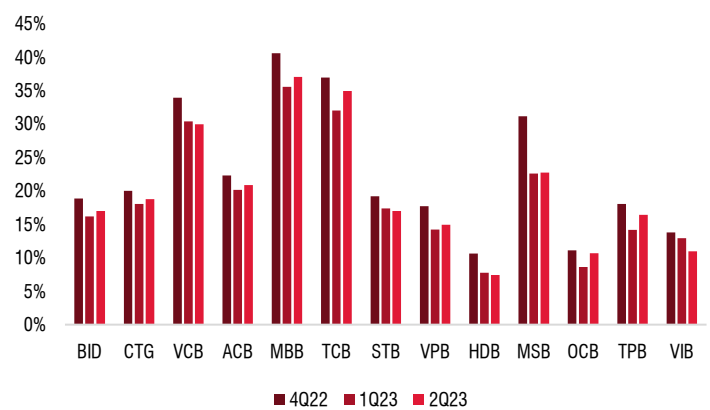
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
<b>Cơ cấu tín dụng (%)</b>						
CI > 10%	21%	16%	21%	39%	38%	43%
CI 8-10%	45%	45%	44%	33%	23%	21%
CI < 8%	<b>34%</b>	<b>39%</b>	<b>35%</b>	<b>28%</b>	<b>39%</b>	<b>36%</b>
<b>Lãi suất bình quân</b>						
CI > 10%	11,0%	11,1%	11,3%	13,1%	13,2%	12,9%
CI 8-10%	9,0%	8,9%	9,0%	8,9%	8,9%	9,0%
CI < 8%	<b>6,3%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,9%</b>
<b>Lợi suất cho vay bình quân (tính toán dựa trên cơ cấu tín dụng)</b>		8,34%	8,84%	10,06%	9,89%	9,59%
<b>Thay đổi lợi suất cho vay so với quý trước (bps)</b>			-7	+122	-17	-30

Nguồn: TCB, SSI Research

**Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng và huy động svck tại TCB**

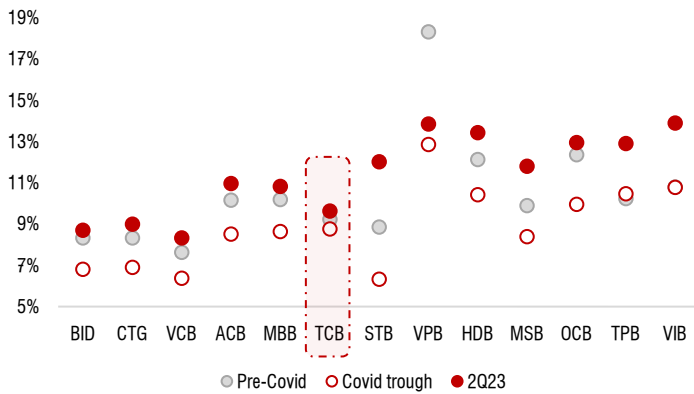


**Biểu đồ 2: Hệ số CASA thay đổi so với quý trước tại các ngân hàng**

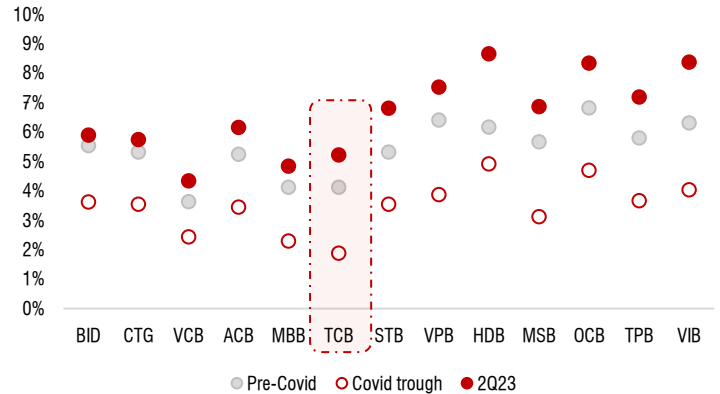


Nguồn: BCTC của các ngân hàng, SSI Research

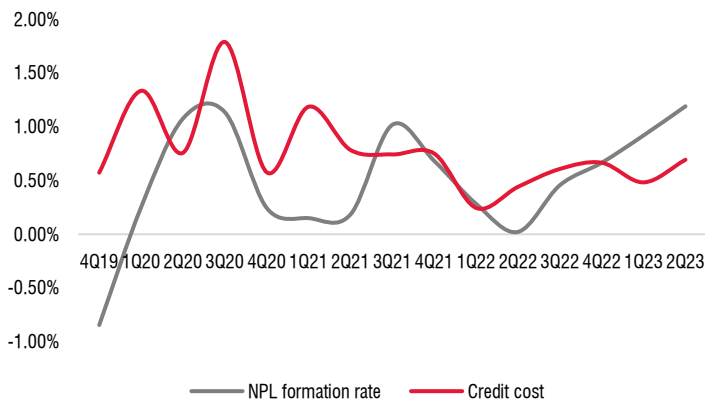
Biểu đồ 3: Lợi suất cho vay bình quân tại các ngân hàng



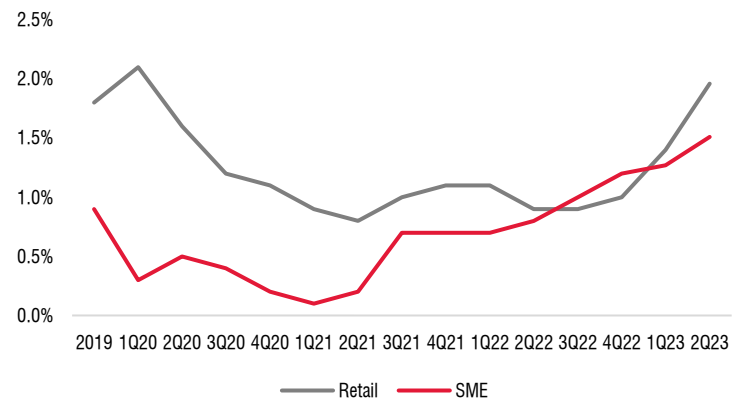
Biểu đồ 4: Lãi suất huy động bình quân tại các ngân hàng



Biểu đồ 5: Tỷ lệ hình thành nợ xấu và chi phí tín dụng tại TCB



Biểu đồ 6: Nợ xấu của khách hàng cá nhân &amp; SME tại TCB



Nguồn: BCTC của các ngân hàng, SSI Research

## Ước tính lợi nhuận

Chúng tôi điều chỉnh ước tính lợi nhuận trước thuế cho năm 2023 về 23,4 nghìn tỷ đồng (từ 23,7 nghìn tỷ đồng), do chúng tôi giảm giá định NIM xuống 4% (từ 4,4%), nhưng cũng giảm chi phí hoạt động và dự phòng lần lượt là 6% và 34%. Ngân hàng đã tích cực tối ưu hóa chi phí hoạt động trong năm nay với việc giảm chi phí cho hoạt động tiếp thị và cắt giảm nhân sự (-2,4% so với đầu năm). Ngoài ra, với cơ chế định giá linh hoạt, chi phí tín dụng và tỷ lệ hình thành nợ xấu mới trong nửa cuối năm 2023 có thể thấp hơn so với chúng tôi dự đoán ban đầu.

Chúng tôi điều chỉnh tăng ước tính tăng trưởng tín dụng lên 14,1%, có tính đến sự gia tăng của số dư trái phiếu doanh nghiệp và khả năng cho vay mua nhà có cải thiện khi có một số dự án mới mở bán. Các dự án Glory Heights (VHM) và Lumiere Boulevard lần lượt được mở bán vào tháng 6 và tháng 7, và chúng tôi kỳ vọng việc giải ngân cho vay mua nhà mới tại TCB có thể sẽ được cải thiện trong các quý tới. Đối với nguồn vốn, chúng tôi cũng nhận thấy TCB tiếp tục ưu tiên tận dụng nguồn vốn liên ngân hàng và phát hành trái phiếu mới, và giả định

ngân hàng có thể vẫn tiếp tục đi theo hướng này trong nửa cuối năm 2023. Do đó, giả định về tăng trưởng tiền gửi khách hàng giảm xuống còn 16% (so với mức 18% theo ước tính trước đây của chúng tôi).

Các thay đổi trong ước tính của chúng tôi cụ thể như sau:

**Bảng 5: Tóm tắt những thay đổi trong các giả định/ước tính**

	Cũ	Mới	Thay đổi	Lưu ý
Tăng trưởng tín dụng	13,2%	14,1%		Điều chỉnh tăng số dư trái phiếu doanh nghiệp và giả định cho vay mua nhà tăng trong nửa cuối năm 2023
Tăng trưởng tiền gửi của khách hàng	18,0%	16,2%		Điều chỉnh tăng các khoản vay liên ngân hàng và giảm tăng trưởng tiền gửi khách hàng
Nợ xấu	1,2%	1,1%	-10bps	
NIM	4,4%	4,1%	-40bps	Điều chỉnh giảm ước tính do cơ chế định giá linh hoạt
Thu nhập lãi ròng	28.730	26.558	-7,6%	
Thu nhập ngoài lãi	12.880	12.532	-2,7%	Tính thêm khoản thu nhập bất thường từ việc bán tòa nhà trụ sở tại Hà Nội và lãi từ các hợp đồng phòng vệ rủi ro tỷ giá. Giảm giả định về tăng trưởng thu nhập bancassurance giảm (từ +20% svck xuống -50% svck)
OPEX	-13.630	-12.804	-6,1%	
Chi phí dự phòng	-4.313	-2.894	-32,9%	Điều chỉnh giảm do cơ chế định giá linh hoạt
LNTT	23.667	23.392	-1,2%	

Nguồn: SSI Research

Trong năm 2024, chúng tôi cho rằng có ba yếu tố chính ảnh hưởng đến triển vọng của TCB bao gồm: i) khả năng phục hồi của những khách hàng đang được áp dụng cơ chế định giá linh hoạt (chủ yếu thuộc lĩnh vực ReCOM); ii) thị trường trái phiếu doanh nghiệp và iii) niềm tin của người tiêu dùng với thị trường bancassurance. Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, những lĩnh vực này có thể dần phục hồi trong trung hạn. Cụ thể như sau:

- Giả định 20% khách hàng đang được áp dụng cơ chế định giá linh hoạt có dòng tiền phục hồi tốt trong 2024 và có thể trả mức lãi suất vay thông thường. Điều này có thể giúp NIM cải thiện 48 điểm cơ bản lên 4,57%. Mặc dù các dự án mà TCB cấp vốn đều có pháp lý đầy đủ và tọa lạc tại những vị trí đắc địa, nhưng theo chúng tôi, tỷ lệ hấp thụ vẫn cần phải theo dõi sát sao trong thời gian tới.
- Thị trường trái phiếu doanh nghiệp năm 2024 có sự phục hồi nhất định với sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức như quỹ trái phiếu, công ty chứng khoán và công ty bảo hiểm nhân thọ. Nhờ đó, thu nhập từ mảng ngân hàng đầu tư của TCB giả định sẽ phục hồi 30% svck (từ -40% svck trong năm 2023).
- Những sai phạm trong hoạt động bancassurance ảnh hưởng tiêu cực đến tính hình bán bảo hiểm nhân thọ qua ngân hàng trong năm 2023. Tuy nhiên, với sự giám sát chặt chẽ hơn và các động thái khắc phục vấn đề này, chúng tôi kỳ vọng niềm tin của người tiêu dùng có thể dần trở lại và kênh bancassurance có thể tăng trưởng 20% svck trong 2024 (so với 28% trong giai đoạn 2017-2022 và -53% svck trong nửa đầu năm 2023).

Chúng tôi vẫn có quan điểm thận trọng về chất lượng tài sản trong năm 2024. Ngoài ra, do tài sản thế chấp dưới dạng bất động sản giảm xuống (-11% so với đầu năm hay 63 nghìn tỷ đồng) trong khi tài sản thế chấp dưới dạng “*quyền phát triển dự án*” tăng đáng kể (+45% so với đầu năm hay 102 nghìn tỷ đồng) trong Q2/2023, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu lớn hơn cho giá trị tài sản thế chấp khi tính toán dự phòng phải trích lập cho năm 2024. Do đó, chi phí tín dụng vẫn ở mức khoảng 0,78%. Nhìn chung, lợi nhuận trước thuế năm 2024 ước đạt 27,2 nghìn tỷ đồng, tăng 16,1% svck.

**Bảng 6: Phân tích kịch bản tăng trưởng lợi nhuận của TCB trong năm 2024**

	Tỷ lệ hồi phục của các khách hàng theo cơ chế định giá linh hoạt						
		0%	10%	20%	30%	40%	50%
Tăng trưởng hoạt động ngân hàng đầu tư so với cùng kỳ	-20%	6,6%	10,4%	14,3%	18,2%	22,1%	25,9%
	0%	7,3%	11,2%	15,0%	18,9%	22,8%	26,6%
	20%	8,0%	11,9%	15,7%	19,6%	23,5%	27,4%
	30%	8,4%	12,2%	16,1%	20,0%	23,8%	27,7%
	40%	8,7%	12,6%	16,5%	20,3%	24,2%	28,1%
	50%	9,1%	12,9%	16,8%	20,7%	24,6%	28,4%

Nguồn: SSI Research

### Luận điểm đầu tư

Như đã đề cập trong phần mở đầu báo cáo, chúng tôi tin vào triển vọng dài hạn của thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam. Với xu hướng tăng trưởng trong dài hạn đó, TCB với vị thế là một ngân hàng đứng đầu trên thị trường trong những lĩnh vực này cũng sẽ được hưởng lợi. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi vẫn cho rằng những thách thức hiện tại đối với cả thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp khó có thể được giải quyết hoàn toàn trong thời gian ngắn mà quá trình này có thể diễn ra trong 2-3 năm. Trong thời gian này, tỷ lệ hấp thụ trên thị trường bất động sản có thể không đạt được như kỳ vọng và ảnh hưởng tiêu cực đến dòng tiền của các chủ đầu tư.

Đối với việc định giá, chúng tôi vẫn chiết khấu một phần dư nợ đối với thị trường bất động sản vào vốn chủ sở hữu của TCB. Chúng tôi giả định giá trị thị trường của tài sản đảm bảo sẽ giảm 20% so với giá trị sổ sách và tỷ lệ nợ xấu là 6% đối với các khoản cho vay các doanh nghiệp trong chuỗi giá trị ngành BĐS (ReCOM credit) và 10% đối với các khoản cho vay mua nhà. Theo đó, BVPS điều chỉnh cho năm 2024 sẽ ở mức **38.700 đồng/cổ phiếu**, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 13.8%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu TCB.

**Bảng 7: Giá định và mức chiết khấu áp dụng lên vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)**

	Giá trị	LTV	Tài sản đảm bảo	Tài sản đảm bảo điều chỉnh *	Chiết khấu giá trị TSĐB khi tính dự phòng	Tỷ lệ nợ xấu	Chiết khấu đối với VCSH
ReCOM credit	181.300	70%	259.000	207.200	70%	6%	7.148
Cho vay mua nhà	166.679	85%	196.093	156.875	50%	10%	8.824
<b>Tổng cộng</b>	<b>347.979</b>		<b>455.093</b>	<b>364.075</b>			<b>15.973</b>

\* Giá định giá trị thị trường của tài sản đảm bảo giảm 20%

**Bảng 8: BVPS điều chỉnh cho năm 2024**

	Giá trị
Tổng vốn chủ sở hữu năm 2024 (tỷ đồng)	152.007
VCSH điều chỉnh (tỷ đồng)	136.035
BVPS (đồng/cổ phiếu)	38.677
ROE	15,07%
Giá thị trường hiện tại (đồng/cổ phiếu)	34.000
% Tăng giá	13,8%

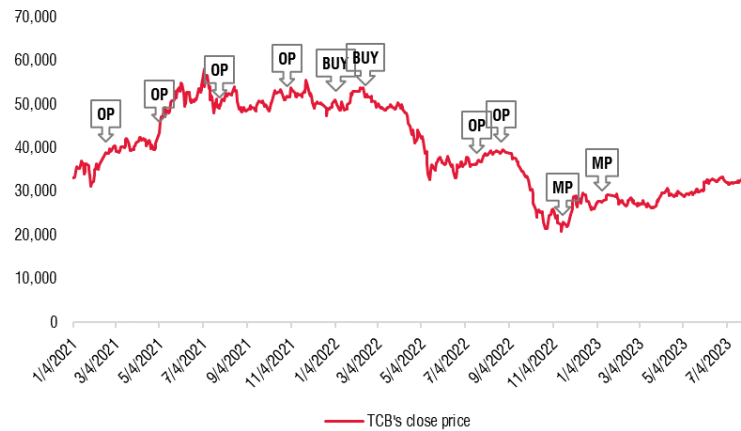
Nguồn: SSI Research

**Bảng 9: Kích bản giá mục tiêu cho TCB theo tỷ lệ khách hàng bất động sản không trả được nợ**

	Tỷ lệ khách vay mua nhà không trả được nợ					
		3%	5%	10%	12%	15%
Tỷ lệ khách hàng ReCOM không trả được nợ	2%	41.788	41.286	40.031	39.530	38.777
	4%	41.110	40.608	39.354	38.852	38.100
	6%	40.433	39.931	<b>38.677</b>	38.175	37.422
	8%	39.755	39.253	37.999	37.497	36.745
	10%	39.078	38.576	37.322	36.820	36.067

Nguồn: SSI Research

### Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan



## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Triệu đồng	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
+ Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3.663.615	3.578.643	4.215.721	4.843.900	5.774.423
+ Tiền gửi tại NHNN	10.253.324	4.908.529	11.475.590	5.622.280	6.521.845
+ Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác	28.994.954	70.584.154	82.873.754	82.873.754	82.873.754
+ Chứng khoán kinh doanh	8.347.576	5.070.812	961.034	941.813	1.035.995
+ Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	0	293.768	0	0	0
+ Cho vay khách hàng	275.310.367	343.605.581	415.752.256	480.026.764	562.141.513
+ Chứng khoán đầu tư	84.447.241	97.586.088	103.651.920	107.753.748	116.003.541
+ Đầu tư dài hạn	11.806	12.813	12.813	12.813	12.813
+ Tài sản cố định	4.613.423	7.224.480	8.411.382	10.093.658	12.112.390
+ Tài sản khác	23.960.627	35.813.149	71.570.349	78.420.211	86.536.179
<b>Tổng tài sản</b>	<b>439.602.933</b>	<b>568.678.017</b>	<b>698.924.819</b>	<b>770.588.942</b>	<b>873.012.452</b>
+ Các khoản nợ NHNN	0	842	7.826	7.826	7.826
+ Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác	47.484.812	112.458.691	167.562.969	140.752.894	140.752.894
+ Tiền gửi của khách hàng	277.458.651	314.752.525	358.403.785	416.465.198	483.099.630
+ Các công cụ tài chính phái sinh và các nghĩa vụ tài chính khác	0	0	1.851.213	0	0
+ Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, cho vay tổ chức tín dụng chịu rủi ro	266.926	0	0	0	0
+ Phát hành giấy tờ có giá	27.899.640	33.679.824	34.006.619	57.811.252	72.264.065
+ Các khoản nợ khác	11.878.118	14.863.716	23.775.166	23.775.166	23.775.166
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>364.988.147</b>	<b>475.755.598</b>	<b>585.607.578</b>	<b>638.812.336</b>	<b>719.899.581</b>
+ Vốn	35.525.569	35.585.622	35.648.800	35.648.800	35.648.800
<i>Vốn điều lệ</i>	<i>35.049.062</i>	<i>35.109.148</i>	<i>35.172.385</i>	<i>35.172.385</i>	<i>35.172.385</i>
<i>Thặng dư vốn cổ phần</i>	<i>476.507</i>	<i>476.474</i>	<i>476.415</i>	<i>476.415</i>	<i>476.415</i>
<i>Vốn khác</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
+ Dự phòng	6.789.643	9.155.896	11.608.569	14.375.148	17.591.670
+ Chênh lệch tỷ giá	0	0	0	0	0
+ Chênh lệch định giá lại tài sản	0	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	31.815.705	47.469.491	64.482.685	80.067.746	98.187.489
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>74.130.917</b>	<b>92.211.009</b>	<b>111.740.054</b>	<b>130.091.694</b>	<b>151.427.959</b>
Lợi ích thuộc cổ đông thiểu số	483.869	844.828	1.128.915	1.128.915	1.128.915
<b>Tổng nợ phải trả, vốn chủ sở hữu và lợi ích thuộc cổ đông thiểu số</b>	<b>439.602.933</b>	<b>568.811.435</b>	<b>698.476.547</b>	<b>770.032.945</b>	<b>872.456.455</b>
<b>Tăng trưởng</b>					
Huy động	22,8%	14,1%	12,6%	20,9%	17,1%
Tín dụng	24,0%	26,5%	12,5%	14,1%	15,3%
Tổng tài sản	14,6%	29,4%	22,9%	10,2%	13,3%
Vốn chủ sở hữu	20,0%	24,4%	21,8%	16,3%	16,3%
Thu nhập lãi thuần	31,5%	42,4%	13,5%	-12,3%	25,0%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	28,4%	37,1%	10,3%	-4,4%	17,7%
Chi phí hoạt động	18,0%	29,5%	19,9%	-4,4%	14,9%
Lợi nhuận trước thuế	23,1%	47,1%	10,0%	-8,5%	16,1%
Lợi nhuận sau thuế	23,0%	46,2%	11,1%	-8,8%	16,1%
<b>Định giá</b>					
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
BVPS (đồng)	21.151	26.264	31.927	37.145	43.211
P/E	8,95	10,34	4,5	6,39	5,49
P/B	1,49	2,03	0,81	0,9	0,78

Triệu đồng	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>					
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	29.001.912	35.503.251	44.752.636	55.461.605	66.216.433
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-10.250.703	-8.804.638	-14.462.861	-28.904.071	-33.007.023
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>18.751.209</b>	<b>26.698.613</b>	<b>30.289.775</b>	<b>26.557.533</b>	<b>33.209.409</b>
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	6.048.443	8.239.494	10.840.337	11.688.126	14.420.830
Chi phí hoạt động dịch vụ	-1.859.665	-1.857.254	-2.312.843	-2.399.137	-3.521.561
<b>Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ</b>	<b>4.188.778</b>	<b>6.382.240</b>	<b>8.527.494</b>	<b>9.288.988</b>	<b>10.899.269</b>
Lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối	745	231.450	-275.063	0	0
Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	321.397	152.305	-241.845	0	0
Lãi/ lỗ thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	1.496.997	1.804.408	425.553	425.553	0
Thu nhập/chi phí từ hoạt động khác	2.279.168	1.803.246	2.167.375	2.817.588	1.882.474
Thu nhập từ hoạt động đầu tư liên doanh liên kết	4.191	4.063	8.791	0	0
<b>TỔNG THU NHẬP TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>	<b>27.042.485</b>	<b>37.076.325</b>	<b>40.902.080</b>	<b>39.089.662</b>	<b>45.991.153</b>
<b>TỔNG CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG</b>	<b>-8.631.154</b>	<b>-11.173.346</b>	<b>-13.398.018</b>	<b>-12.804.337</b>	<b>-14.712.988</b>
Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng	18.411.331	25.902.979	27.504.062	26.285.325	31.278.165
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-2.611.035	-2.664.603	-1.936.294	-2.893.640	-4.119.738
<b>LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ</b>	<b>15.800.296</b>	<b>23.238.376</b>	<b>25.567.768</b>	<b>23.391.685</b>	<b>27.158.427</b>
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-3.217.829	-4.839.629	-5.131.342	-4.763.863	-5.530.983
<b>LỢI NHUẬN SAU THUẾ</b>	<b>12.582.467</b>	<b>18.398.747</b>	<b>20.436.426</b>	<b>18.627.822</b>	<b>21.627.444</b>
Lợi nhuận thuộc về cổ đông thiểu số	-257.579	-361.062	-286.049	-183.962	-183.961
<b>LỢI NHUẬN RÒNG</b>	<b>12.324.888</b>	<b>18.037.685</b>	<b>20.150.377</b>	<b>18.443.860</b>	<b>21.443.483</b>
<b>EPS (đồng)</b>	3.521	5.146	5.739	5.244	6.097
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0	0	0
Cổ tức cổ phiếu	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Nhu cầu vốn</b>					
Hệ số an toàn vốn- CAR Basel II (*)	16,1%	15,2%	15,0%	15,0%	15,0%
Vốn CSH/Tổng tài sản	16,9%	16,2%	16,1%	17,0%	17,4%
<b>Chất lượng tài sản</b>					
Tỷ lệ nợ xấu	0,47%	0,66%	0,72%	1,10%	1,20%
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu	170,96%	162,85%	157,34%	106,28%	89,94%
<b>Hệ số về quản lý</b>					
Tỷ lệ chi phí/thu nhập - CIR	31,90%	30,10%	32,80%	32,80%	32,00%
Chi phí trích lập dự phòng/Lợi nhuận thuần từ HĐKD	2.291	2.990	3.122	2.984	3.511
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi nhân viên	1.339	1.874	1.952	1.786	2.073
Lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên	85.849	117.703	129.848	124.094	146.004
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi chi nhánh/PGD	50.160	73.773	81.168	74.259	86.217
<b>Lợi nhuận</b>					
Hệ số chênh lệch lãi thuần - NIM	4,89%	5,71%	5,29%	4,08%	4,56%
Thu nhập ngoài lãi/Lãi thuần từ HĐKD	30,66%	27,99%	25,95%	32,06%	27,79%
ROA - trung bình	2,99%	3,58%	3,18%	2,51%	2,61%
ROE - trung bình	18,03%	21,52%	19,52%	15,04%	15,05%
<b>Thanh khoản</b>					
Tỷ lệ cấp tín dụng trên vốn huy động - LDR	106,2%	117,7%	117,6%	111,1%	109,3%

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Ví mô

##### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

##### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

### Phân tích Ngành Ngân hàng

#### Nguyễn Thu Hà, CFA

Phó giám đốc

hant4@ssi.com.vn

SĐT: +84 – 24 3936 6321 ext. 8708

#### Dữ liệu

##### Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043