Ngân hàng Thương mại cổ phần Kỹ thương Việt Nam (HOSE: TCB)

Báo cáo cổ phiếu

Ngày 12/08/2024

Giá hiện tại: 21,250 VND

Giá kỳ vọng: 26,300 VND

Khuyến nghị: Mua + 23.8%

Mã cổ phiếu	TCB
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	24,800
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	13,400
Vốn hóa (tỷ đồng)	149,707
KLGD trung bình 52 tuần (CP)	7,725,282
Số lượng cp đang lưu hành (Tr CP)	7,045.0
Beta	1.14
P/E	6.97
P/B	1.10

Thông tin cơ bản về doanh nghiệp:

Techcombank được thành lập từ năm 1993 khi Việt Nam bắt đầu chuyển dịch từ nền kinh tế tập trung sang định hướng thị trường. Sau hơn 30 năm lớn mạnh và đổi mới, TCB hiện là một trong những ngân hàng cổ phần lớn nhất Việt Nam, hướng tới trở thành ngân hàng top 10 khu vực ASEAN vào năm 2025 dựa trên hành trình chuyển đổi số mạnh mẽ với ba trụ cột Dữ liệu – Số hóa – Nhân tài.

BỨT TỐC TĂNG TRƯỞNG VỚI ƯU THẾ VƯỢT TRỘI VỀ CASA

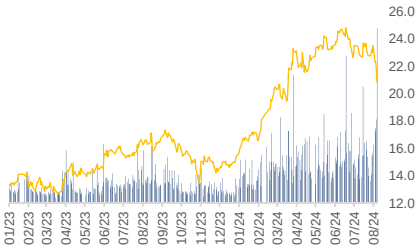
Luận điểm đầu tư

- Dư nợ tín dụng duy trì ở mức cao và được kỳ vọng tiếp tục có sự cải thiện mạnh (nếu được nới thêm room tín dụng) với động lực chính đến từ sự hồi phục của thị trường bất động sản và số lượng khách hàng mới liên tục tăng mạnh.
- Lãi suất huy động đang tăng và lãi suất cho vay giảm trong bối cảnh cạnh tranh tăng cao, qua đó khiến NIM chịu áp lực giảm trong phạm vi toàn ngành. Tuy nhiên, sức chống chịu của TCB là tốt hơn, nhờ: (i) tăng trưởng tín dụng trong 2H2024 không còn quá áp lực; (ii) lợi thế về CASA thuộc nhóm dẫn đầu; (iii) nhiều tính năng/sản phẩm mới triển khai mang lại những kết quả ban đầu hết sức tích cực, giúp cho TCB có nhiều lợi thế trong cuộc đua giữ chân khách hàng và duy trì COF ở mức thấp.
- Nợ xấu sẽ có sự chuyển biến tích cực hơn trong nửa cuối năm 2024 nhờ chất lượng tín dụng mới tốt hơn và tốc độ xử lý nợ xấu đang được đẩy nhanh.

Rủi ro

- Tín dụng liên quan tới lĩnh vực bất động sản (bao gồm cả cho vay kinh doanh và cho vay mua nhà) đóng vai trò hết sức quan trọng trong cấu trúc tín dụng của TCB. Do đó, những biến động trong thị trường bất động sản cần được theo dõi sát sao, trong trường hợp thị trường bất động sản phục hồi chậm/trầm lắng trở lại có thể ảnh hưởng trực tiếp đến chất lượng tài sản của ngân hàng.

Diễn biến giá cổ phiếu TCB



Nguồn: TCB, NHSV Research tổng hợp

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024E
Thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	37,076	40,902	40,061	51,616
Tăng trưởng (%YoY)	35%	10%	-2%	29%
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	26,699	30,290	27,691	34,662
Tăng trưởng (%YoY)	42%	13%	-9%	25%
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	10,378	10,612	12,370	16,954
Tăng trưởng (%YoY)	20%	2%	17%	37%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	18,415	20,436	18,191	23,550
Tăng trưởng (%YoY)	46%	11%	-11%	29%
Tăng trưởng tín dụng (%YTD)	26.5%	12.5%	21.6%	16.2%
Tăng trưởng tiền gửi (%YTD)	20.6%	16.5%	20.4%	12.0%
Biên thu nhập lãi thuần-NIM (%)	5.7%	5.3%	4.0%	4.2%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.7%	0.7%	1.2%	1.2%
ROAA (%)	3.6%	3.2%	2.3%	2.6%
ROAE (%)	21.5%	19.5%	14.7%	16.4%

Nguồn: TCB, NHSV Research

I. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH & KQKD

Kết quả kinh doanh 1H2024 tăng trưởng ấn tượng so với cùng kỳ năm trước

- **Thu nhập hoạt động** Q2-2024 tăng 9.4% QoQ và mạnh so với cùng kỳ (+43.9% YoY), trong đó:
  - Thu nhập lãi thuần tăng 50.6% YoY nhờ: (i) Tăng trưởng tín dụng 1H2024 ở mức khá cao (+12.9% YTD) đồng thời tăng rất mạnh so với cùng kỳ (+25.1% YoY); (ii) NIM bình quân quý cũng có sự cải thiện nhẹ 78 đcb so với cùng kỳ năm trước.
  - Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng khá mạnh (+30.1% YoY) nhờ sự cải thiện mạnh thu nhập từ hoạt các hoạt động dịch vụ với đóng góp chính là sự tăng trưởng doanh thu từ mảng IB và sự cải thiện doanh thu bancassurance so với mức nền thấp điểm cùng kỳ.
- **Chi phí hoạt động** tăng khá (+37.6% YoY) nhưng vẫn đang thấp hơn so với mức tăng thu nhập hoạt động (+43.9%), do đó CIR được cải thiện nhẹ xuống mức 29.4%, giảm 134 điểm cơ bản so với cùng kỳ năm trước.
- **Chi phí dự phòng:** trong Q2-2024, TCB tiếp tục đẩy mạnh việc trích lập dự phòng rủi ro tín dụng với mức trích lập lên tới 1.644 tỷ đồng, tăng 35.8% QoQ và tăng hơn gấp đôi so với cùng kỳ năm trước.
- **Lợi nhuận sau thuế:** tổng hợp các yếu tố nêu trên giúp TCB ghi nhận thêm 6.270 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong Q2-2024, tăng mạnh 39.2% YoY. Lũy kế 6T.2024, TCB ghi nhận 12.547 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 38.8% YoY và là một trong những ngân hàng có mức tăng trưởng lợi nhuận cao nhất so với cùng kỳ.

Kết quả kinh doanh	1H2024	YoY	Q2-2024	YoY	QoQ
Thu nhập hoạt động	**25,681**	**37.9%**	**13,420**	**43.9%**	**9.4%**
Thu nhập lãi thuần (NII)	17,977	40.2%	9,478	50.6%	11.5%
Thu nhập ngoài lãi	7,704	32.7%	3,942	30.1%	4.8%
TNT hoạt động dịch vụ (NFI)	4,633	16.9%	2,461	21.9%	13.4%
TNT hoạt động FX	956	497.3%	411	3788.3%	-24.4%
TNT hoạt động chứng khoán	1,800	2107.2%	750	804.8%	-28.5%
TNT hoạt động khác	316	-84.2%	319	-66.1%	10772.3%
Chi phí hoạt động	**7,198**	**19.7%**	**3,949**	**37.6%**	**21.5%**
Chi phí dự phòng	**2,855**	**112.8%**	**1,644**	**103.7%**	**35.8%**
Lợi nhuận sau thuế	**12,547**	**38.8%**	**6,270**	**39.2%**	**-0.1%**

Nguồn: TCB, NHSV Research

Các chỉ tiêu chính	1H2024	YoY	Q2-2024	YoY	QoQ
Tăng trưởng tín dụng	12.9% (YTD)	+318 đcb	5.4% (QoQ)		
Tăng trưởng tiền gửi	7.3% (YTD)	+451 đcb	1.5%(QoQ)		
NIM	4.5%	+51 đcb	4.6%	+78 đcb	+20 đcb
YEA	7.5%	-118 đcb	7.5%	-105 đcb	-6 đcb
COF	3.3%	-190 đcb	3.2%	-204 đcb	-28 đcb
CASA	30.3%	-20 đcb	30.3%	-20 đcb	-326 đcb
Tỷ lệ nợ xấu	1.2%	+16 đcb	1.2%	+16 đcb	+10 đcb
Phí suất tín dụng (Credit cost)	1.0%	+42 đcb	1.1%	+45 đcb	+22 đcb
LLR	101.1%	-1444 đcb	101.1%	-1444 đcb	-493 đcb
CIR	28.0%	-425 đcb	29.4%	-134 đcb	+293 đcb

Nguồn: TCB, NHSV Research

I. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH & KQKD

TOI Q2-2024 tăng trưởng thuộc nhóm cao nhất toàn ngành

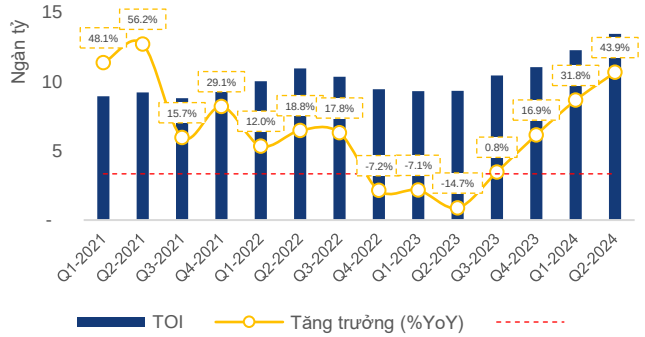
TOI Q2-2024 tăng trưởng đột phá quý thứ 2 liên tiếp, đạt mức cao nhất trong lịch sử hoạt động

- Trong Q2-2024, TCB ghi nhận 13.420 tỷ đồng thu nhập hoạt động, đạt mức ca nhất trong lịch sử hoạt động của doanh nghiệp và tăng trưởng mạnh (+43.9% YoY). Đây cũng à là quý thứ 2 liên tiếp TCB có mức tăng trưởng TOI rất cao (trên 30% so với cùng kỳ). Tăng trưởng TOI cũng cho thấy sự bền vững nhất định khi tăng trưởng tương đối đồng đều ở cả 2 mảng NII và NFI.

Tăng trưởng TOI Q2-2024 cao nhất trong số những ngân hàng lớn hàng đầu tại Việt Nam

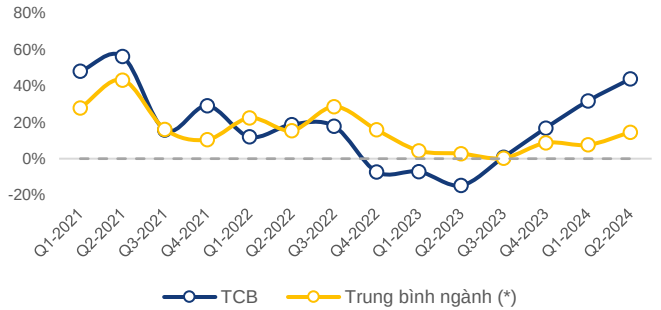
- Với mức tăng trưởng TOI trong Q2-2024 lên tới 43.9% YoY, TCB là một trong những ngân hàng ghi nhận mức tăng trưởng TOI cao nhất so với cùng kỳ, đứng đầu trong số các ngân hàng TMCP có quy mô lớn mà chúng tôi theo dõi.

Tăng trưởng TOI hàng quý của TCB



Nguồn: TCB, NHSV Research

So sánh tăng trưởng TOI hàng quý của TCB và trung bình ngành



(*) Trung bình của 16 ngân hàng TOP đầu

Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

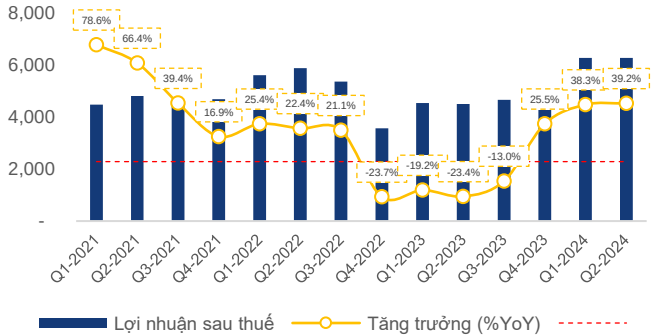
I. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH & KQKD

Lợi nhuận vượt đỉnh và tiếp tục tăng trưởng cao so với mặt bằng chung toàn ngành

Lợi nhuận sau thuế tiếp tục vượt đỉnh

- Trong Q2-2024, TCB cũng đã ghi nhận thêm 6.270 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, là mức cao nhất lịch sử và tăng trưởng khá mạnh (+39.2% YoY), là quý thứ 2 liên tiếp ghi nhận mức tăng trưởng cao liên tiếp (trên 30% YoY).

Tăng trưởng LNST hàng quý của TCB

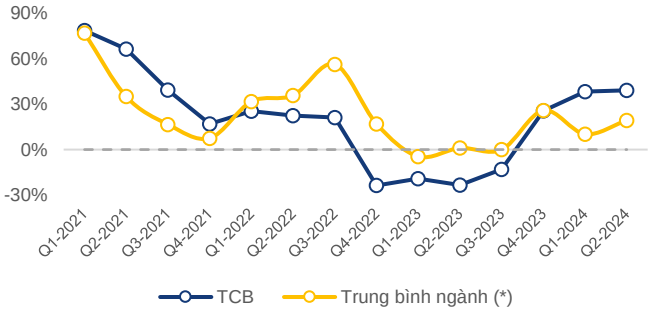


Nguồn: TCB, NHSV Research

...tăng trưởng vượt trội so với mặt bằng chung toàn ngành

- Theo số liệu ước tính của chúng tôi dự trên dữ liệu lợi nhuận của 16 ngân hàng TOP đầu, tăng trưởng lợi nhuận Q2-2024 so với cùng kỳ của toàn ngành ước đạt 19.3% YoY, thấp hơn đáng kể so với mức tăng trưởng lợi nhuận Q2-2024 của TCB là 39.2% YoY.

So sánh tăng trưởng LNST hàng quý của TCB và trung bình ngành



(*) Trung bình của 16 ngân hàng TOP đầu

Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

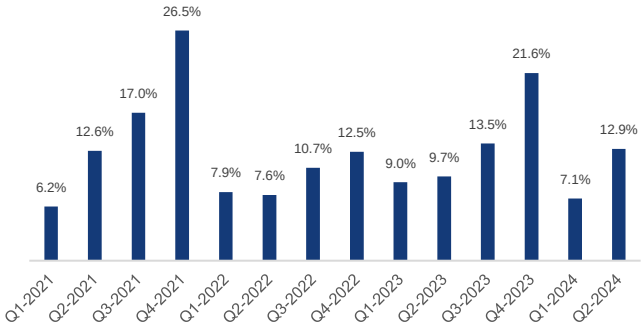
I. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH & KQKD

Tăng trưởng tín dụng 1H2024 cao nhất trong lịch sử và vượt trội so với ngành

Tăng trưởng tín dụng 1H2024 lên mức cao nhất trong nhiều năm trở lại đây

Tín dụng tăng trưởng mạnh trong Q2-2024, đưa tăng trưởng tín dụng 1H2024 lên 12.9% YTD, mức cao nhất trong 6 tháng đầu năm so trong nhiều năm trở lại đây.

Tăng trưởng tín dụng (%YTD) của TCB

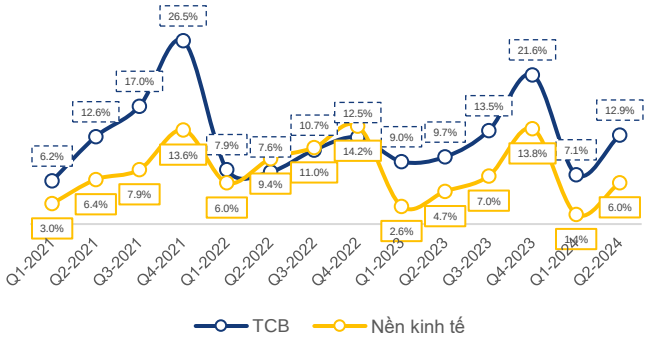


Nguồn: TCB, NHSV Research

...và cao hơn đáng kể so với mức tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế

- So với mức tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế, chỉ 6.0% trong 6 tháng đầu năm 2024, TCB đã có mức tăng trưởng tín dụng hơn gấp đôi so với mặt bằng chung toàn ngành. Trong quá khứ, TCB vẫn luôn là một trong những ngân hàng có tốc độ tăng trưởng tín dụng cao vượt trội so với ngành, điều này thể hiện được khả năng kinh doanh vượt trội của TCB so với mặt bằng chung toàn ngành ngân hàng.

Tăng trưởng tín dụng của TCB & toàn ngành



Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

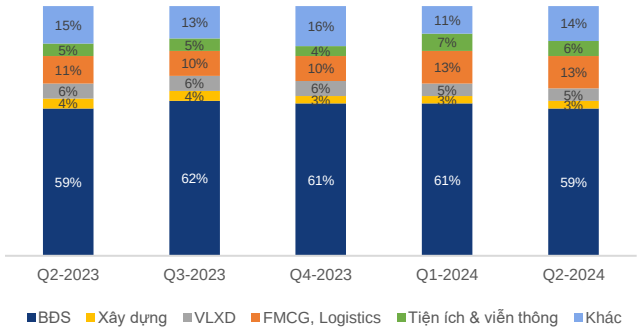
I. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH & KQKD

Tín dụng bất động sản đóng vai trò quan trọng và là động lực tăng trưởng chính của TCB

Tín dụng bất động sản đóng vai trò hết sức quan trọng trong cấu trúc tín dụng của TCB

Tín dụng bất động sản có vai trò hết sức quan trọng trong hoạt động cho vay của TCB khi dư nợ tín dụng lĩnh vực BĐS hiện chiếm tới 59% tổng dư nợ tín dụng cho vay khách hàng doanh nghiệp. Trong khi đó, tín dụng cho vay mua nhà cũng chiếm tới 73% tổng dư nợ tín dụng cho vay khách hàng cá nhân của TCB.

Cơ cấu tín dụng KH và TPDN của TCB

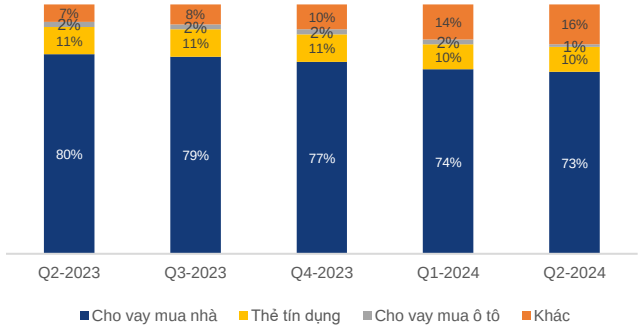


Nguồn: TCB, NHSV Research

... và vẫn đang là động lực tăng trưởng chính của TCB trong thời gian gần đây

Tín dụng trong lĩnh vực bất động sản tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của ngân hàng trong thời gian gần đây khi tiếp tục tăng trưởng +13.8% YTD trong 6 tháng đầu năm, cao hơn so với tốc độ tăng trưởng tín dụng bình quân của ngân hàng (+12.9% YTD).

Cơ cấu tín dụng KHCN của TCB



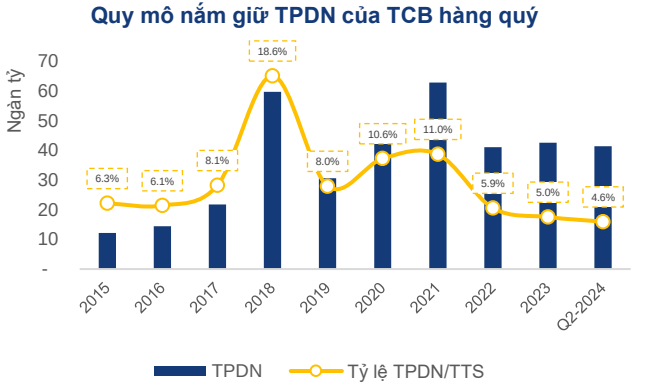
Nguồn: TCB, NHSV Research

I. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH & KQKD

Tiếp tục thu hẹp danh mục trái phiếu doanh nghiệp cả về quy mô lẫn tỷ trọng

TPDN tiếp tục thu hẹp danh mục trái phiếu doanh nghiệp cả về quy mô lẫn tỷ lệ trên tổng tài sản

- Quy mô trái phiếu doanh nghiệp ghi nhận sự sụt giảm quý thứ 3 liên tiếp, hiện chỉ còn ở mức 41.362 tỷ đồng, giảm 2.7% so với đầu năm. Tỷ trọng TPDN/Tổng tài sản cũng về mức thấp nhất nhiều năm, hiện chỉ còn ở mức 4.55%, mức thấp nhất trong nhiều năm trở lại đây.



Nguồn: TCB, NHSV Research

I. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH & KQKD

NIM phục hồi "đặc biệt tốt" hơn so với mặt bằng chung cả ngành

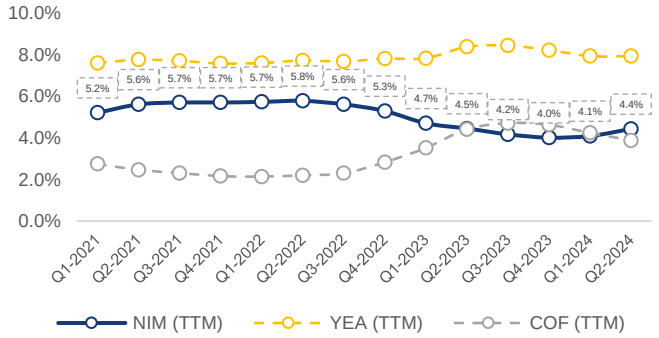
NIM ghi nhận sự cải thiện quý thứ 2 liên tiếp nhờ chi phí vốn được tiết giảm mạnh trong khi YEA vẫn đang đi ngang

- NIM của TCB tiếp tục cải thiện mạnh lên mức 4.43%, ghi nhận quý cải thiện thứ 2 liên tiếp kể từ khi tạo đáy vào cuối năm 2023. NIM có sự cải thiện nhờ sự cải thiện mạnh của chi phí vốn (COF), trong khi lợi suất sinh lời của tài sản (YEA) giảm nhẹ/đi ngang trong 2 quý đầu năm 2024.

Sự cải thiện NIM của TCB là đặc biệt tốt khi so sánh với mặt bằng chung toàn ngành

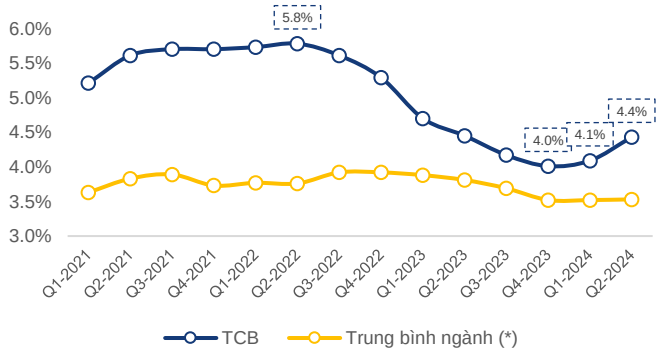
- Sự cải thiện về NIM của TCB là đặc biệt tốt khi so sánh với bức tranh chung về NIM của toàn ngành. Trong khi phần lớn ngân hàng đã bắt đầu cho thấy quá trình sụt giảm NIM do chịu áp lực cạnh tranh lãi suất rất gắt gao trong bối cảnh nhu cầu tín dụng vẫn đang ở mức rất thấp thì TCB đã cho thấy khả năng quản trị và sử dụng vốn rất hiệu quả của mình.

NIM, YEA & COF của TCB hàng quý



Nguồn: TCB, NHSV Research

So sánh NIM của TCB và trung bình ngành



(*) Trung bình của 16 ngân hàng TOP đầu

Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

I. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH & KQKD

CASA sụt giảm "kỹ thuật" và tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu ngành

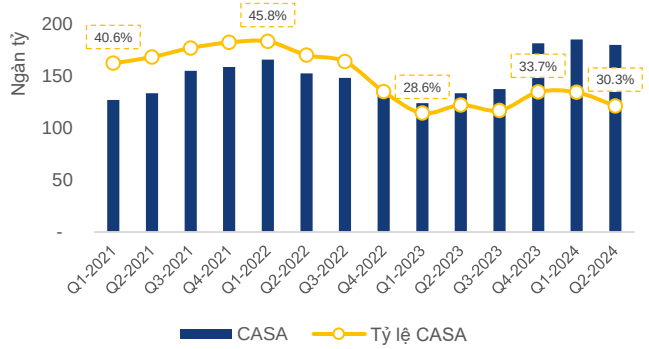
CASA ghi nhận sự sụt giảm "kỹ thuật" trong Q2-2024

- Mặc dù về mặt kỹ thuật, có thể thấy CASA của TCB đã có những sự sụt giảm nhất định trong Q2-2024 so với các quý trước đó, hiện chỉ vào khoảng 30.33%, giảm 326 điểm cơ bản so với quý trước. Tuy nhiên, theo lý giải từ ban lãnh đạo ngân hàng, CASA sụt giảm phần lớn là do sự dịch chuyển của dòng tiền sang các sản phẩm mới của TCB (Bảo lộc, tài khoản sinh lời tự động). Nếu tính cả số dư sinh lời tự động vào CASA thì tỷ lệ CASA của TCB vẫn đang duy trì ở mức rất cao (~33.5% theo ước tính của chúng tôi), đi ngang so với quý trước đó.

...nhưng vẫn đang duy trì vị thế dẫn đầu so với toàn ngành

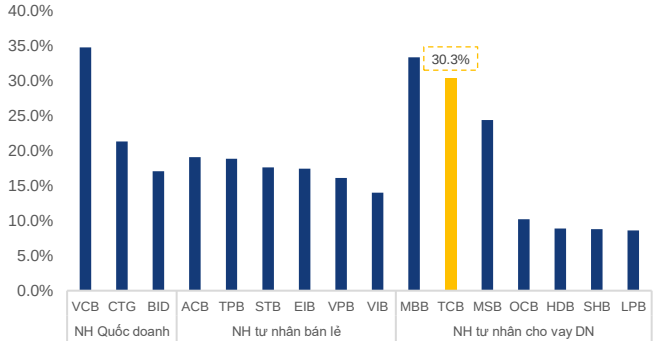
- Sự vượt trội về NIM của TCB được hỗ trợ bởi lợi thế lớn về CASA khi TCB liên tục duy trì vị thế dẫn đầu về CASA trong ngành ngân hàng (TCB cùng với VCB và MBB là 3 ngân hàng liên tục dẫn đầu về tỷ lệ CASA trong ngành ngân hàng).

Biến động CASA của TCB hàng quý



Nguồn: TCB, NHSV Research

Tỷ lệ CASA của các ngân hàng cuối Q2-2024



Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

I. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH & KQKD

Chất lượng tín dụng mới có phần cải thiện và công tác xử lý nợ xấu được đặc biệt chú trọng

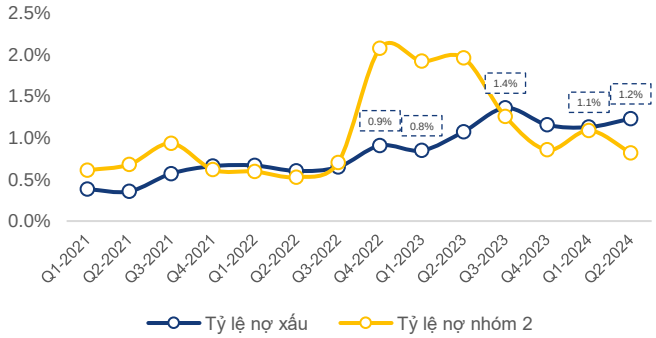
NPL tăng nhẹ được bù đắp bởi nợ nhóm 2 với tốc độ thu hẹp nhanh hơn

- Tính đến cuối Q2-2024, NPL của TCB tăng nhẹ lên 1.23% so với quý trước đó (1.13%). Tuy vậy, tỷ lệ nợ nhóm 2 lại có sự sụt giảm tương đối đáng kể, về mức 0.82%, giảm 27 điểm phần trăm so với quý trước đó (mức giảm mạnh hơn so với mức tăng của NPL). Điều này cho thấy chất lượng tín dụng, đặc biệt các khoản giải ngân mới của ngân hàng là khá tốt.

Tốc độ xử lý nợ xấu cũng được đẩy lên rất nhanh trong vài quý trở lại đây

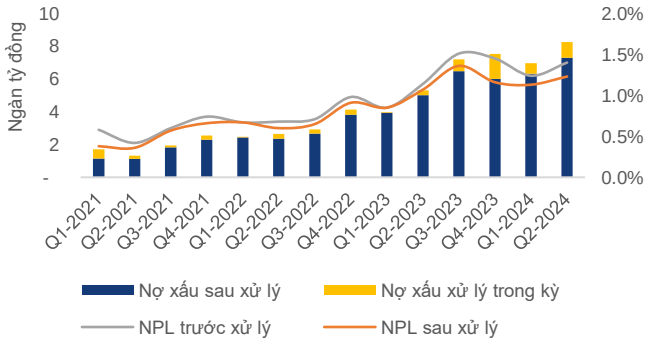
- Theo ước tính của chúng tôi, tính riêng trong 6 tháng đầu năm 2024 đã có khoảng 1.600 tỷ đồng nợ xấu được xử lý, là một trong những giai đoạn có tốc độ xử lý nợ xấu nhanh nhất của TCB trong suốt lịch sử hoạt động.

Nợ xấu và nợ nhóm 2 của TCB hàng quý



Nguồn: TCB, NHSV Research

Nợ xấu xử lý trong kỳ



Nguồn: TCB, NHSV Research

I. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH & KQKD

Tăng cường trích lập dự phòng để bổ sung bộ đệm cho công tác xử lý nợ xấu

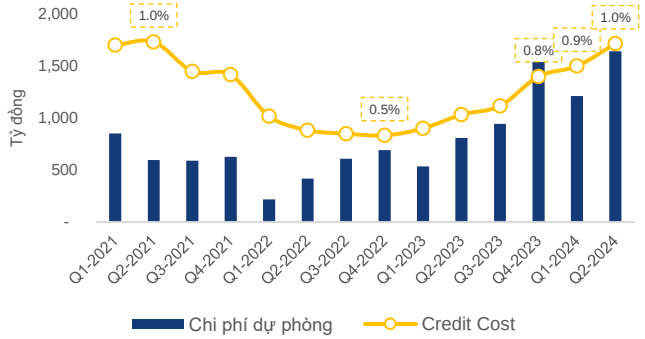
TCB đẩy mạnh trích lập dự phòng rủi ro tín dụng, phí suất tín dụng lên mức cao nhất trong nhiều năm

- Trong Q2-2024, TCB tiếp tục trích lập dự phòng thêm 1.644 tỷ đồng, là mức trích lập dự phòng cao nhất trong 1 quý. Phí suất tín dụng (credit cost) vọt lên mức 1.03%, cao nhất trong nhiều quý. Chúng tôi cho rằng, mức trích lập dự phòng hiện tại của TCB là hoàn toàn phù hợp với bối cảnh nợ xấu vẫn đang có xu hướng mở rộng như hiện tại. Mặt khác, ngân hàng cũng đang đẩy mạnh các hoạt động xử lý nợ xấu trong thời gian gần đây. Do vậy, việc đẩy mạnh trích lập dự phòng là cần thiết để tăng cường bộ đệm xử lý nợ xấu, củng cố chất lượng tài sản.

LLR giảm nhẹ nhưng vẫn đang ở mức cao

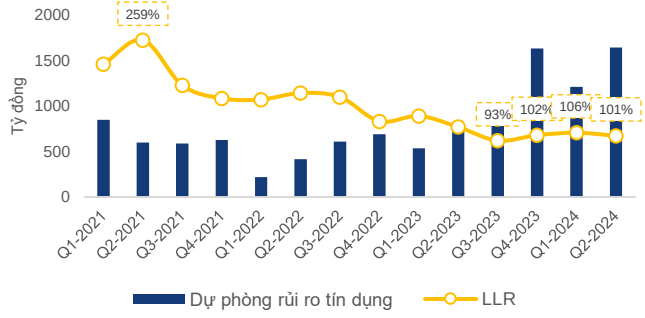
- LLR giảm nhẹ xuống 101.14% so với quý trước đó (106.6%) do tốc độ tăng nợ xấu nhanh hơn so với tốc độ trích lập dự phòng (mặc dù TCB đã thực hiện trích lập kỷ lục trong vài quý trở lại đây như chúng tôi đã trình bày ở trên).
- So với mặt bằng chung toàn ngành, tỷ lệ bao phủ nợ xấu của TCB vẫn đang nằm trong nhóm rất an toàn khi tỷ lệ LLR của toàn ngành hiện chỉ đang ở mức 93.5% (theo ước tính của chúng tôi dựa trên số liệu của 16 ngân hàng TOP đầu).

Chi phí dự phòng & Credit cost của TCB hàng quý



Nguồn: TCB, NHSV Research

Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng và LLR của TCB hàng quý



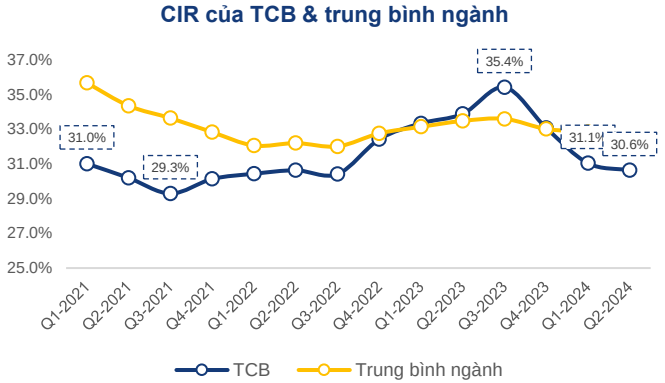
Nguồn: TCB, NHSV Research

I. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH & KQKD

Các thước đo hiệu quả hoạt động đang cho thấy sự cải thiện liên tục

Tập trung tiết giảm chi phí hoạt động để gia tăng hiệu quả hoạt động

- Tỷ lệ CIR (TTM) của ngân hàng TCB đã liên tục giảm mạnh trong 3 quý trở lại đây kể từ khi tạo đỉnh vào cuối Q3-2023. Hiện CIR (TTM) của TCB chỉ còn vào khoản 30.64%, tương đương với giai đoạn bình thường trước khi những bất ổn tài chính diễn ra trong 2 năm 2022-2023 vừa qua. Quá trình tối ưu lại chi phí hoạt động cũng đã giúp CIR của TCB hạ xuống rất đáng kể và hiện đang ở mức thấp so với trung bình ngành (32.27%).

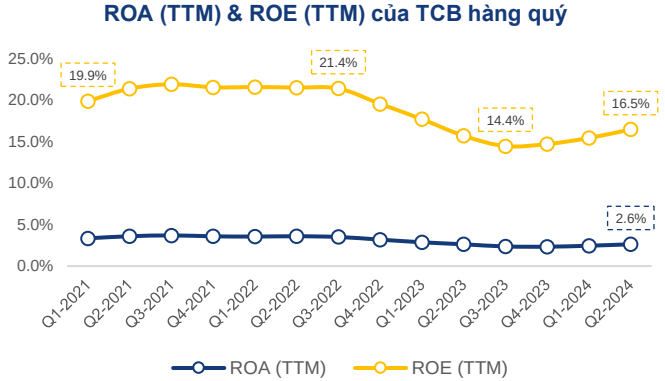


(*) Trung bình của 16 ngân hàng TOP đầu

Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

Lợi nhuận tăng vọt giúp cho hiệu quả hoạt động liên tục được cải thiện trong vài quý trở lại đây

- Sự tăng trưởng vượt bậc về TOI, cùng với đó là những nỗ lực tối ưu lại chi phí hoạt động đã giúp TCB ghi nhận ghi nhận lợi nhuận ở mức cao kỷ lục trong 2 quý liên tiếp gần đây. Hiệu quả hoạt động của ngân hàng phản ánh qua 2 chỉ tiêu ROA và ROE đều đã bắt đầu cho thấy sự cải thiện rất đáng kể sau khi tạo đáy vào cuối năm trước.



Nguồn: TCB, NHSV Research

II. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi dự phóng thu nhập hoạt động/lợi nhuận sau thuế cả năm 2024E của TCB ước đạt **51,616 tỷ đồng (+28.8% YoY)/23,550 tỷ đồng (+29.5% YoY)** dựa trên kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cả năm 2024 ở mức +16.2% YTD, tương đương hạn mức tăng trưởng tín dụng tối đa mà NHNN giao cho TCB từ đầu năm, cùng với đó là NIM sẽ có sự cải thiện nhẹ so với mức nền thấp điểm cùng kỳ. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng dự phóng các khoản chi phí hoạt động của ngân hàng sẽ tiếp tục được tối ưu trong khi chi phí trích lập dự phòng tiếp tục được duy trì ở mức cao để bổ sung thêm bộ đệm dự phòng nhằm tiếp tục đẩy mạnh quá trình xử lý nợ xấu trong thời gian tới.

Chỉ tiêu	2022	2023	2024E	2025F
Thu nhập hoạt động	**40,902**	**40,061**	**51,616**	**56,144**
%yoy	10.3%	-2.1%	28.8%	8.8%
Thu nhập lãi thuần	30,290	27,691	34,662	36,609
%yoy	13.5%	-8.6%	25.2%	5.6%
Thu nhập ngoài lãi thuần	10,612	12,370	16,954	19,535
%yoy	2.3%	16.6%	37.1%	15.2%
Chi phí hoạt động	**13,398**	**13,252**	**16,517**	**17,405**
%yoy	19.9%	-1.1%	24.6%	5.4%
Chi phí dự phòng	**1,936**	**3,921**	**5,661**	**5,338**
%yoy	-27.3%	102.5%	44.4%	-5.7%
Tổng lợi nhuận trước thuế	**25,568**	**22,888**	**29,438**	**33,401**
Lợi nhuận sau thuế	**20,436**	**18,191**	**23,550**	**26,721**
%yoy	11.0%	-11.0%	29.5%	13.5%

Ghi chú

- **Thu nhập lãi thuần:** Chúng tôi dự báo thu nhập lãi thuần của TCB sẽ tăng trưởng mạnh (+25.2% YoY) trong năm 2024 dựa trên dự báo tăng trưởng tín dụng cả năm 2024 ở mức +16.2% YTD và NIM sẽ có sự cải thiện nhẹ, lên mức 4.2% trong năm 2024, so với chỉ 4.0% trong năm 2023.
- **Thu nhập ngoài lãi:** Chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi của TCB sẽ tăng trưởng mạnh (+37.1% YoY) trong năm 2024 với động lực tăng trưởng chính đến từ các hoạt động dịch vụ với mức tăng trưởng +30%YoY. Trong đó, hoạt động IB tiếp tục tăng trưởng nhờ diễn biến tích cực của thị trường trái phiếu, trong khi hoạt động bancassurance ghi nhận sự cải thiện ban đầu so với mức nền rất thấp điểm cùng kỳ.
- **Chi phí hoạt động:** Chúng tôi dự báo chi phí hoạt động của TCB sẽ chỉ tăng 24.6% YoY, thấp hơn so với mức tăng trưởng thu nhập hoạt động (+28.8%YoY) dựa trên giả định rằng CIR sẽ giảm từ 33.1% (năm 2023) xuống còn 32.0% trong năm 2024F dựa trên xu hướng điều chỉnh giảm của chỉ số CIR (TTM) trong 3 quý liên tiếp gần đây sau quá trình số hóa vận hành và tăng cường kiểm soát chi phí hoạt động của ngân hàng trong thời gian gần đây.
- **Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng:** Chúng tôi dự báo chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của TCB vẫn sẽ tăng mạnh so với cùng kỳ (+44.4%YoY) khi áp lực nợ xấu vẫn đang ở mức cao. Mặt khác, kết quả kinh doanh liên tục lập đỉnh trong thời gian gần đây cũng tạo điều kiện rất thuận lợi để ngân hàng bổ sung mạnh mẽ bộ đệm dự phòng, qua đó làm tiền đề thúc đẩy quá trình chuyển đổi, xử lý nợ xấu trong thời gian tới.

Nguồn: NHSV Research tổng hợp và dự phóng

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **TCB** với giá mục tiêu là **26,300 VNĐ/cổ phiếu** (+26.1% so với mức giá đóng cửa ngày 08/08/2024 là 20,850 đồng) dựa trên dự báo triển vọng kết quả kinh doanh tiếp tục có sự cải thiện mạnh trong 6 tháng cuối năm 2024 với động lực tăng trưởng đến từ các yếu tố sau đây:

- **Tăng trưởng tín dụng:** Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cả năm 2024 của TCB sẽ ở quanh mức +16.2% YTD, tương đương với hạn mức tăng trưởng tín dụng tối đa của TCB được NHNN giao trong năm 2024. Với tốc độ tăng trưởng tín dụng rất cao trong 1H2024 (+12.9% YTD) thì việc hoàn thành 100% hạn mức tăng trưởng tín dụng trong năm 2024 là điều hết sức dễ dàng. Thậm chí, chúng tôi cho rằng, TCB có thể còn có mức tăng trưởng tín dụng cao hơn nữa nếu như được NHNN xem xét bổ sung thêm hạn mức tín dụng năm 2024 trong thời gian tới. Động lực tăng trưởng tín dụng trong 2H2024 của TCB sẽ đến từ các yếu tố sau đây:
  - Số lượng khách hàng mới của TCB đang trong đà mở rộng rất mạnh. Theo báo cáo của TCB, trong năm 2023, ngân hàng có tới 13,4 triệu khách hàng, ghi nhận 2,6 triệu khách hàng mới, nhiều hơn gấp đôi svck 2022. Trong đó 46,8% gia nhập qua các kênh kĩ thuật số và 36,2% thông qua các đối tác trong hệ sinh thái.
  - Sự hồi phục của thị trường bất động sản và TPDN trong thời gian gần đây sẽ tiếp tục tạo động lực thúc đẩy mạnh mẽ tăng trưởng tín dụng của toàn ngành ngân hàng, đặc biệt là các ngân hàng có tỷ trọng tín dụng cho vay bất động sản cao như TCB (tín dụng BĐS hiện chiếm tới 1/3 tổng dư nợ tín dụng của TCB). Một số yếu tố có thể giúp thị trường BĐS và TPDN tiếp tục xu hướng phục hồi bao gồm: (i) chính sách lãi suất thấp vẫn đang được duy trì; (ii) nguồn cung dự án sẽ có sự cải thiện trong thời gian tới sau khi Luật nhà ở và Luận đất đai sửa đổi chính thức có hiệu lực thi hành kể từ ngày 01/08/2024, qua đó giúp tháo gỡ phần lớn các vướng mắc pháp lý cho các dự án phát triển bất động sản đã và đang hình thành trong tương lai.

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **NIM:** Chúng tôi cho rằng NIM (TTM) của TCB sẽ có sự sụt giảm nhẹ so với mức hiện nay (4.43%), đưa NIM trung bình cả năm 2024 về mức 4.2% nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với năm 2023 (chỉ 4.0%) dựa trên các lập luận sau đây:
  - Về lợi tức của tài sản sinh lãi (YEA): Chúng tôi dự báo YEA của TCB sẽ tiếp tục đi ngang so với hiện tại ở quanh mức 7.9% do chịu áp lực cạnh tranh về lãi suất trong bối cảnh nhu cầu tín dụng vẫn đang ở mức thấp và nhiều ngân hàng có tốc độ tăng trưởng tín dụng 1H2024 ở mức rất thấp. Tuy vậy, với việc tăng trưởng tín dụng của TCB trong 1H2024 đã khá cao, hạn mức tín dụng còn lại trong năm 2024 không còn quá nhiều sẽ giúp ngân hàng có điều kiện để chọn lựa các khoản cho vay đem lại hiệu quả cao hơn, qua đó cân bằng trở lại những tác động do sự cạnh tranh lên YEA.
  - Về chi phí huy động (COF): Mặc dù COF của TCB vẫn đang trong quá trình cải thiện trong 3 quý liên tiếp gần đây nhưng chúng tôi dự báo COF có thể sẽ đảo chiều tăng trở lại trong 2 quý cuối năm khi mặt bằng lãi suất huy động đang có dấu hiệu nhích dần lên ở hầu hết ngân hàng. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá COF của TCB sẽ chịu ít tác động hơn so với mặt bằng chung cả ngành nhờ vào lợi thế về CASA thuộc nhóm TOP đầu. Tỷ lệ CASA của TCB hiện ở mức 30.33%, cao thứ 3 toàn ngành chỉ sau VCB và MBB. Tuy nhiên, nếu tính cả số dư tài khoản "sinh lời tự động" - một sản phẩm mới của TCB nhằm tối ưu tiền nhàn rỗi dành cho khách hàng thì tỷ lệ CASA thực tế của TCB có thể lên tới ~ 33%-34%, tương đương với tỷ lệ CASA của 2 ngân hàng dẫn đầu hiện nay là VCB (34.74%) và MBB (33.29%).
- **Nợ xấu:** Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu của TCB sẽ có sự chuyển biến tích cực hơn trong nửa cuối năm 2024 so với hiện tại (NPL: 1.23%), về quanh mức 1.15%, sấp xỉ tỷ lệ nợ xấu cuối năm trước (1.16%) dựa trên sự chuyển biến tích cực của nợ nhóm 2, hiện đã về mức thấp nhất nhiều quý với chỉ 0.82%, qua đó cho thấy quá trình hình thành nợ xấu mới đang chậm lại đáng kể. Ngoài ra, tốc độ xử lý nợ xấu của TCB cũng đang được đẩy nhanh. Chúng tôi ước tính trong nửa đầu năm 2024 đã có khoảng 1.600 tỷ đồng nợ xấu được xử lý, là một trong những giai đoạn có tốc độ xử lý nợ xấu nhanh nhất của TCB trong lịch sử hoạt động.

IV. TÓM TẮT ĐỊNH GIÁ

Giá mục tiêu của TCB là 26,300 đồng/cp, upside +23.8% từ mức 21,250 đồng/cp

Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra đối với cổ phiếu TCB là 26,300 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng tiềm năng tăng +23.8% so với mức giá đóng cửa ngày 12/08/2024 là 21,250 đồng, dựa theo phương pháp P/B và thu nhập thặng dư với tỷ trọng đóng góp là 50%/50%.

Định giá theo phương pháp P/B

Nguồn: NHSV Research tổng hợp

Phương pháp so sánh P/B	
Lợi nhuận ròng 2024E	23,550 tỷ đồng
SLCP đang lưu hành	7,045 triệu cổ phiếu
BVPS 2024E	21,836 đồng
P/B mục tiêu	1.21 lần
Giá mục tiêu	**26,355 đồng/cổ phiếu**

Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Chi phí sử dụng vốn	
Hệ số Beta	1.14
Lãi suất phi rủi ro	2.80%
Phần bù rủi ro	9.00%
Chi phí sử dụng VCSH	13.06%

Phương pháp thu nhập thặng dư	
PV của thu nhập thặng dư (2024E-2028F)	27,325 tỷ đồng
PV của giá trị tiếp tục (từ 2029 trở đi)	19,523 tỷ đồng
Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu	138,552 tỷ đồng
Giá trị hiện tại của vốn chủ sở hữu	185,399 tỷ đồng
SLCP đang lưu hành	7,045 triệu cổ phiếu
Giá mục tiêu	**26,316 đồng/cổ phiếu**

Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá hợp lý	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	50%	26,325	13,158 đồng/cổ phiếu
P/B	50%	26,463	13,178 đồng/cổ phiếu
Giá mục tiêu			**26,300 đồng/cổ phiếu**

V. PHỤ LỤC

BÁO CÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2023	2024E	2025F
Thu nhập hoạt động	**40,061**	**51,616**	**56,144**
Thu nhập lãi thuần	27,691	34,662	36,609
Thu nhập ngoài lãi thuần	12,370	16,954	19,535
TNT hoạt động dịch vụ (NFI)	8,715	11,329	13,595
TNT hoạt động FX	196	1,175	1,292
TNT hoạt động chứng khoán	990	1,981	2,179
TNT hoạt động khác	2,469	2,469	2,469
Chi phí hoạt động	**13,252**	**16,517**	**17,405**
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	**3,921**	**5,661**	**5,338**
Tổng lợi nhuận trước thuế	**22,888**	**29,438**	**33,401**
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	4,697	5,888	6,680
Lợi nhuận sau thuế	**18,191**	**23,550**	**26,721**
Lợi ích của cổ đông thiểu số	187	-	-
Lợi nhuận sau thuế Ngân hàng mẹ	18,004	23,550	26,721

CHỈ SỐ CHÍNH

	2023	2024E	2025F
Tăng trưởng tín dụng	21.6%	16.2%	16.2%
NIM	4.0%	4.2%	3.9%
YEA	8.2%	7.7%	7.9%
COF	4.6%	3.8%	4.5%
Tỷ lệ CASA	33.6%	30.3%	30.7%
Nợ xấu	1.2%	1.2%	1.1%
LLR	102.1%	121.7%	144.3%
CIR	33.1%	32.0%	31.0%
ROA	2.3%	2.6%	2.6%
ROE	14.7%	16.4%	15.9%

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2023	2024E	2025F
Tổng tài sản	**849,482**	**958,141**	**1,099,873**
Tài sản sinh lãi	759,382	875,000	1,010,263
Cho vay khách hàng	518,642	613,553	720,925
Cho vay TCTD khác	24,047	28,447	33,425
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước	27,141	30,050	34,557
Tiền gửi tại các TCTD khác	80,127	82,581	94,968
Chứng khoán	109,427	120,369	126,388
Dự phòng rủi ro tín dụng	(6,229)	(8,589)	(10,927)
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3,621	3,657	3,657
Tài sản khác	92,708	88,073	96,880
Tổng nguồn vốn	**849,482**	**958,141**	**1,099,873**
Nợ phải trả	**717,866**	**802,923**	**917,934**
Tiền gửi của khách hàng	454,661	502,623	574,619
Tiền gửi của các TCTD khác	50,620	63,077	72,112
Vay nợ	102,553	107,830	123,276
Phát hành giấy tờ có giá	84,703	116,811	133,543
Các khoản phải trả khác không chịu lãi	25,329	12,582	14,384
Vốn chủ sở hữu	**131,616**	**155,218**	**181,939**
Vốn điều lệ	35,225	70,450	70,450
Thặng dư vốn cổ phần	476	476	476
Quỹ của tổ chức tín dụng	45,029	48,561	52,569
Lợi nhuận chưa phân phối lũy kế	49,013	33,806	56,518
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,317	1,382	1,382
Nguồn và quỹ khác	556	543	543

Nguồn: TCB, NHSV Research

Trụ sở chính

Tầng 9, tòa tháp Đông, Lotte Center Hà Nội, số 54 Liễu Giai, phường Cống Vị, quận Ba Đình, Hà Nội

Hotline:1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hà Nội

Tầng trệt tòa Somerset Grand Hanoi & Phòng 505, tầng 5 Tòa Tháp Hà Nội, số 49 Hai Bà Trưng, phường Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, HN

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà President Place, Số 93 Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, HCM

Hotline: 0283.838.5917

Fax: 0283.620.0887

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH

Báo cáo này thuộc sở hữu của NHSV. Mọi hành vi sao chép, in ấn khi không có sự cho phép của NHSV đều bị nghiêm cấm. Báo cáo này không nên được coi là một lời đề nghị giao dịch mua bán bất kỳ cổ phiếu nào. Mặc dù những thông tin, dự báo và nhận định trong báo cáo này được dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy, NHSV không thể khẳng định sự chính xác và hoàn thiện của các nguồn thông tin này. NHSV sẽ không chịu trách nhiệm trước bất kỳ thiệt hại, mất mát nào đến từ việc sử dụng bất kỳ thông tin, nhận định nào đến từ báo cáo này.