COMPANY REPORT

KB Securities VIETNAM

Techcombank (TCB)

Khởi đầu thuận lợi

15/05/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh
linhpp@kbsec.com.vn

Cho vay lĩnh vực BĐS dẫn dắt tăng trưởng tín dụng trong quý tới

Chúng tôi dự báo tín dụng của TCB sẽ tiếp tục được dẫn dắt nhờ sự phục hồi của thị trường BĐS: (1) niềm tin của người mua nhà tiếp tục được cải thiện; (2) nguồn cung tăng thêm từ các dự án mới/giai đoạn tiếp sau của dự án hiện hữu gia nhập vào thị trường; (3) Mặt bằng lãi suất được duy trì ở mức hợp lí. Chúng tôi giữ nguyên kỳ vọng cho tăng trưởng tín dụng năm 2024 ở kịch bản cơ sở là 21% YoY.

CASA tạo thêm dư địa để tiếp tục kiểm soát chi phí vốn, NIM hồi phục trước khi lãi suất huy động tăng trở lại

KQKD tương đối tích cực trong quý 1, chúng tôi điều chỉnh nâng mức kỳ vọng NIM năm 2024 cho TCB từ 4.07% (dự phóng cũ) lên 4.34% (+33 bps YoY). Mức NIM kỳ vọng cho năm 2025 là 4.64% được thúc đẩy bởi việc tích cực thu hồi phần hỗ trợ KH từ chính sách Flexible Price.

Cần thêm thời gian để đưa chất lượng tài sản ổn định trở lại

Mặc dù ngân hàng đã tích cực trích lập dự phòng rủi ro tín dụng, song phần xử lý nợ xấu cũng tương đối lớn khiến bộ đệm dự phòng của ngân hàng chưa thực sự ghi nhận sự cải thiện đáng kể. Chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ cần thêm thời gian để cân bằng lại chất lượng tài sản về mức như trước đây khi bối cảnh kinh tế chung hồi phục tốt hơn.

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu 54,500 VNĐ/cp

Sau khi điều chỉnh kỳ vọng về KQKD, chúng tôi nâng mức giá mục tiêu của TCB từ 45,200 VNĐ/cp lên 54,500 VNĐ/cp. Với tiềm năng tăng giá 14% so với giá đóng cửa ngày 14/5/2024, KBSV duy trì quan điểm TRUNG LẬP với cổ phiếu TCB.

TRUNG LẬP duy trì

Giá mục tiêu	VND 54,500
Tăng/giảm (%)	7.8%
Giá hiện tại (14/5/2024)	VND 47,900
Giá mục tiêu đông thuận	VND 51,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	169.6/6.7

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	65%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)/triệu USD	295.6/12.1
Sở hữu nước ngoài (%)	22.5%
Cơ cấu cổ đông	MSN (14.96%)

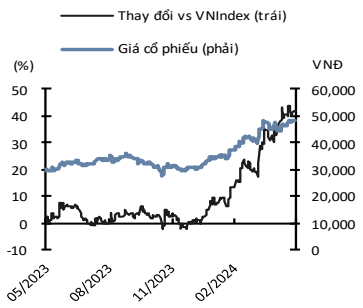
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	2.3	30.0	57.0	65.5
Tương đối	4.8	26.2	43.8	48.9

Dự phóng KQKD & định giá

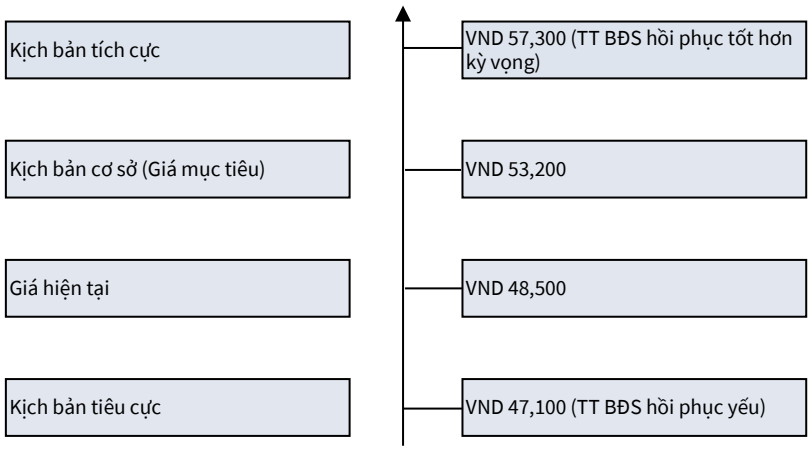
Cuối năm tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	30,290	27,691	32,101	39,509
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	27,504	26,809	29,715	35,188
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	20,436	18,191	20,859	26,018
EPS (đồng/cổ phiếu)	5,729	5,111	5,853	7,296
Tăng trưởng EPS (%YoY)	11%	-11%	15%	25%
PER (x)	7.7	8.6	7.5	6.0
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	32,248	37,368	42,620	49,317
PBR (x)	1.36	1.18	1.03	0.89
ROE (%)	19.8%	14.8%	14.8%	16.1%

Nguồn: KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Quan điểm định giá



Kịch bản cơ sở:
1) Giữ nguyên kỳ vọng tín dụng +21% YoY.
2) NIM cải thiện lên 4.35% nhờ CoF giảm mạnh.
3) NPL kiểm soát mức 1.15%

Kịch bản tích cực:
1) Tăng trưởng tín dụng 25% được dẫn dắt bởi sự phục hồi tích cực của thị trường BĐS.
2) Nâng dự phóng cho NIM lên 4.65%.
3) NPL duy trì mức 1%

Kịch bản tiêu cực:
1) Tăng trưởng tín dụng 16% YoY.
2) NIM tiếp tục xu hướng giảm do ảnh hưởng của chính sách Flexible pricing lớn hơn sự cải thiện CoF.
3) Tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh lên 1.4%.

Nguồn: KB Securities Vietnam

Dự phóng KQKD điều chỉnh

(tỷ VND, %)	Dự phóng kỳ trước		Dự phóng điều chỉnh		Thay đổi (+/-bps)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Thu nhập lãi thuần	32,035	39,443	34,956	42,500	9.1	7.7
LNTT trước DPRRTD	29,671	35,151	32,174	38,150	8.4	8.5
LNST ngân hàng mẹ	20,569	25,672	22,020	27,781	7.1	8.2

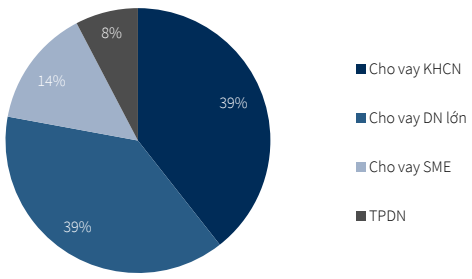
Nguồn: KB Securities Vietnam ước tính

Dự phóng của KBSV vs. Dự phóng đồng thuận

(tỷ VND, %)	Dự phóng của KBSV		Dự phóng đồng thuận		Chênh lệch (+/-bps)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Thu nhập lãi thuần	34,956	42,500	34,590	42,242	1.1	0.6
LNTT trước DPRRTD	32,174	38,150	32,707	40,141	(1.6)	(5.0)
LNST ngân hàng mẹ	22,020	27,781	22,157	28,149	(0.6)	(1.3)

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam ước tính
*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các TCTC được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Cơ cấu doanh thu 2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Hoạt động kinh doanh

Techcombank được thành lập từ năm 1993 và hiện đang là một trong nhưng ngân hàng TMCP lớn thứ 2 trong nhóm NHTMCP lớn (theo cách phân chia dựa trên tổng tài sản của KBSV) với quy mô TTS~850 nghìn tỷ đồng. Danh mục cho vay của TCB chủ yếu là các DN lớn và các khoản vay mua nhà chiếm tỷ trọng cao ở phân khúc KHCN. Tỷ trọng cho vay với lĩnh vực BĐS cao nhất ngành, chiếm ~70% tổng tín dụng.

Kết quả kinh doanh 1Q2024

Tăng trưởng vượt trội so với toàn ngành

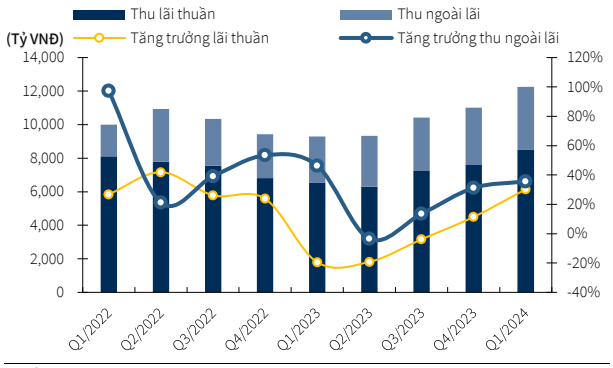
Tăng trưởng tín dụng trong quý 1 ghi nhận mức tăng vượt trội so với toàn ngành, đạt 7.1% YTD, cùng với sự cải thiện tích cực của NIM đã trở thành động lực tăng trưởng chính cho thu nhập lãi thuần (NII) (+30.2% YoY). Thu nhập ngoài lãi (NOII) cũng ghi nhận kết quả tích cực với mức tăng trưởng 35.7% YoY. Tỷ lệ CASA tăng lên mức trên 40%, cùng với chi phí vốn (COF) cải thiện đã giúp NIM của ngân hàng tăng thêm 34bps so với cuối năm trước. Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt trong quý này, trong khi chi phí tín dụng tăng mạnh so với nền thấp cùng kỳ nhưng cũng đã giảm nhẹ so với quý liền trước. Nhờ vậy, TCB đạt 7,800 tỷ đồng LNTT (+38% YoY) – hoàn thành 28% kế hoạch năm 2024.

Bảng 1. Cập nhật KQKD

(tỷ VNĐ)	Q1/2023	Q1/2024	+/-%YoY	Chú thích
Thu nhập lãi thuần	**6,527**	**8,500**	**+30.2%**	Dẫn dắt bởi mức tăng trưởng tín dụng vượt trội với trung bình ngành (7.1% YTD) trong quý 1, bên cạnh biên lãi ròng (NIM) ghi nhận sự cải thiện mạnh mẽ so với cùng kỳ.
Thu nhập ngoài lãi	2,773	3,762	+35.7%	Thu ngoài lãi tăng trưởng ấn tượng nhờ: - Lãi từ hoạt động dịch vụ tăng 12% YoY trong đó mảng IB có sự lội ngược dòng +164% YoY trên nền thấp của năm trước khi thị trường khó khăn. Tuy nhiên mảng Banca vẫn suy giảm 14% YoY. - Hoạt động FX Trading và hoạt động CKĐT lần lượt thu về hơn 500 tỷ VNĐ và hơn 1,000 tỷ VNĐ trong khi cùng kỳ năm trước lỗ, khi ngân hàng tận dụng tốt những cơ hội trên thị trường.
Tổng thu nhập hoạt động	**9,300**	**12,262**	**+31.8%**	
Chi phí hoạt động	(3,142)	(3,249)	+3.4%	Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt trong đó chi phí cho nhân viên gần như không tăng so với cùng kỳ năm trước nhờ đẩy mạnh hoạt động số hoá.
CIR	**33.8%**	**26.5%**	**-728bps**	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(535)	(1,211)	+126.5%	Chi phí tín dụng tăng gấp đôi so với cùng kỳ nhưng đã giảm so với kỳ trước bởi rủi ro về suy giảm chất lượng tài sản vẫn hiện hữu.
LNTT	**5,623**	**7,802**	**+38.7%**	
LNST	4,537	6,277	+38.3%	
Tăng trưởng tín dụng	**9.0%**	**7.1%**	**-188bps**	Tín dụng tăng trưởng 7.1% YTD chủ yếu đến từ cho vay khách hàng trong khi TPDN giảm 1.3% YTD. Cho vay doanh nghiệp +12.4% YTD tập trung vào các lĩnh vực BĐS (+10% YTD), sản xuất & chế biến (+8% YTD) … Hoạt động cho vay mua nhà chứng kiến sự hồi phục tích cực trong quý 1, song do khách hàng tích cực trả trước hạn các khoản vay để nhận ưu đãi tốt hơn về lãi suất nên tổng dư nợ cho mảng này giảm nhẹ so với cùng kỳ.
Tăng trưởng huy động	4.5%	4.6%	+13bps	
NIM	**4.12%**	**4.35%**	**+23bps**	NIM của TCB đã tăng 34bps lên mức 4.35% so với cuối năm 2023 nhờ (1) chi phí vốn (CoF) giảm mạnh 100bps QoQ khi lãi suất huy động thấp đang được phản ánh vào CoF như dự báo trước đó; CASA của ngân hàng ghi nhận tăng trở lại; (2) lợi suất tài sản sinh lời (IEA) giảm chậm hơn (-79bps QoQ).
NPL	**0.85%**	**1.13%**	**+28bps**	Tỷ lệ nợ xấu của TCB ở mức 1.13% cuối Q1/2024 (-3bsps QoQ). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) cải thiện nhẹ lên lức 106%. Chúng tôi nhận thấy nợ nhóm 2 và nợ nhóm 5 đã tăng mạnh trong qsuy này, lần lượt +37% QoQ, +35% QoQ, một phần là do ảnh hưởng từ phân loại CIC.

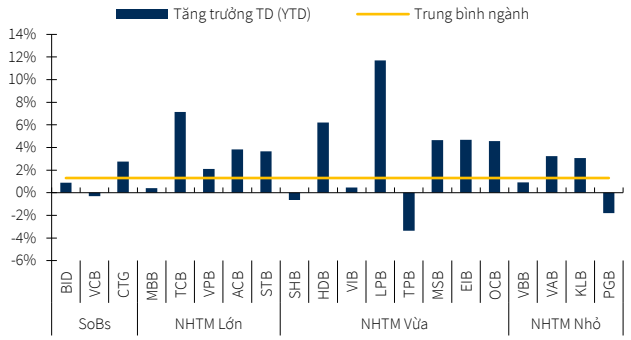
Nguồn: TCB, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 2. Tăng trưởng lãi thuần và thu ngoài lãi theo quý



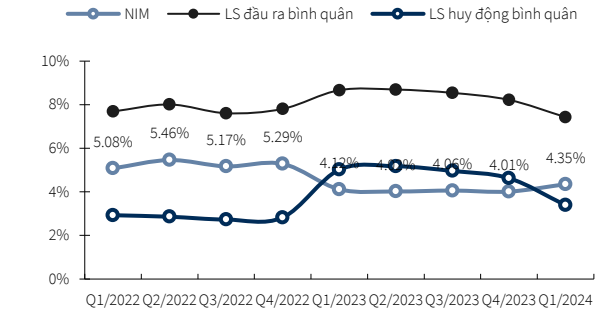
Nguồn: TCB, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 3. Tăng trưởng của các ngân hàng



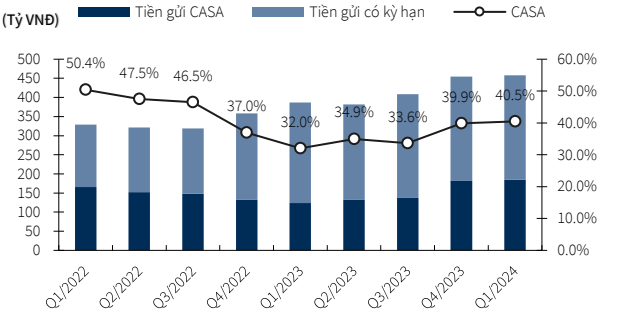
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 4. Biến động NIM theo quý



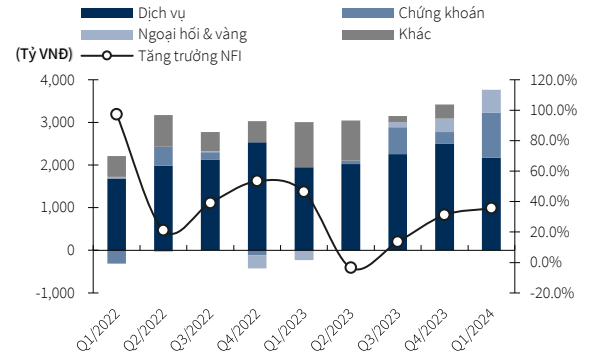
Nguồn: TCB, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 5. Cơ cấu huy động



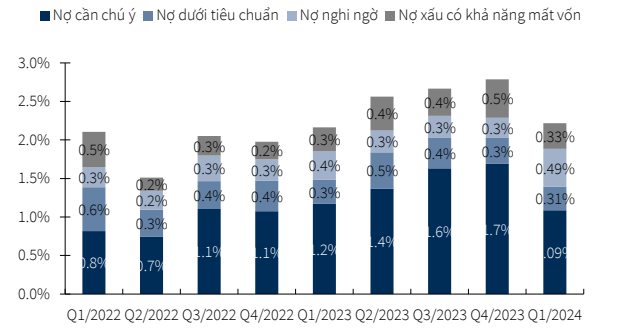
Nguồn: TCB, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 6. Cơ cấu thu ngoài lãi



Nguồn: TCB, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 7. Cơ cấu nhóm nợ của TCB



Nguồn: TCB, KB Securities Vietnam

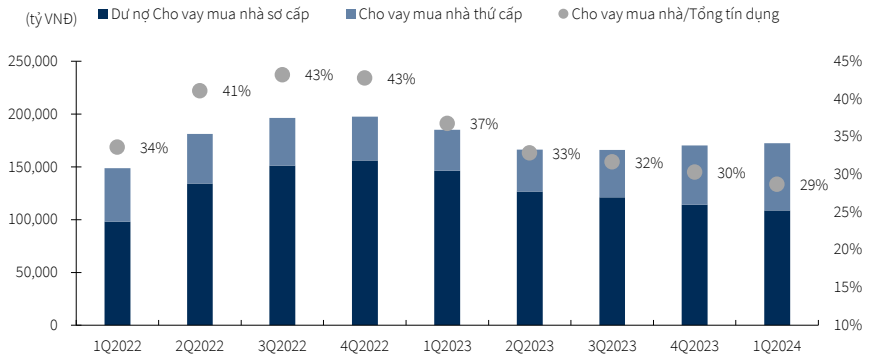
Cho vay lĩnh vực BĐS dẫn dắt tăng trưởng tín dụng trong quý tới

TCB đang tiến tới mục tiêu đa dạng hoá danh mục cho vay, nhưng chúng tôi cho rằng sẽ cần thêm thời gian để chuyển dịch sang các phân khúc khác khi cho vay BĐS vẫn chiếm tỷ trọng lớn và sự liên đới giữa các bên trong hệ sinh thái. Trong các quý tới chúng tôi dự báo tín dụng của TCB sẽ tiếp tục được dẫn dắt nhờ sự phục hồi của thị trường BĐS: (1) niềm tin của người mua nhà tiếp tục được cải thiện; (2) nguồn cung tăng thêm từ các dự án mới/giai đoạn tiếp sau của dự án hiện hữu gia nhập vào thị trường; (3) Mặt bằng lãi suất được duy trì ở mức hợp lí. Chúng tôi giữ nguyên kỳ vọng cho tăng trưởng tín dụng năm

2024 ở kịch bản cơ sở là 21% YoY. Mặc dù tín dụng quý 1 tăng trưởng khá tích cực (hoàn thành 1/3 dự báo), song KBSV cho rằng việc rủi ro tập trung ở lĩnh vực BĐS vẫn đang hiện hữu có thể là rào cản cho TCB khi được SBV cấp thêm room mới.

Dư nợ cho vay lĩnh vực BĐS, cụ thể là cho vay mua nhà đã giảm dần tỷ trọng trên tổng tín dụng trong những quý gần đây. Thay vào đó, tín dụng ở lĩnh vực Tiêu dùng nhanh, bán lẻ tăng trưởng tích cực và gia tăng cấu phần từ 10% quý trước lên 13% quý này (biểu đồ 10). Trong phân khúc cho vay mua nhà, TCB chủ yếu cho vay thị trường sơ cấp (thường chiếm 60-70% mảng mortgage).

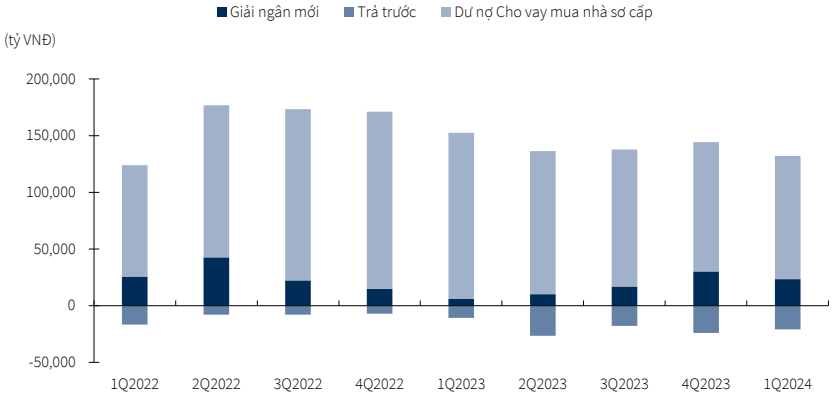
Biểu đồ 8. Cơ cấu tín dụng mảng cho vay mua nhà



Nguồn: TCB, KB Securities Vietnam

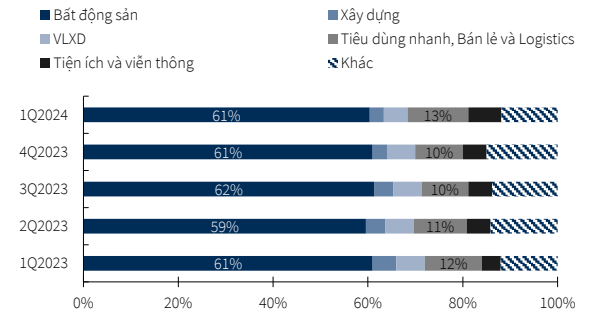
Dư nợ cho vay sơ cấp giảm, nguyên nhân đến từ việc KH tất toán sớm các khoản vay để được tái định lãi suất khoản vay mới thấp hơn. Dư nợ giải ngân mới tại thị trường sơ cấp vẫn duy trì xu hướng tăng cho thấy thị trường BĐS dần xuất hiện những dấu hiệu hồi phục nhờ những điều kiện thuận lợi (1) mặt bằng lãi suất thấp; (2) Các dự án mới mở bán trở lại gia tăng nguồn cung; (3) CĐT chào bán với những chính sách nhiều ưu đãi. Tuy nhiên, với mức độ tăng giá căn hộ tại Hà Nội trong thời gian gần đây, chúng tôi cho rằng hoạt động cho vay mua nhà nhiều khả năng là cho mục đích đầu tư/ đầu cơ hơn là mục đích ở thực và điều này diễn ra ở hầu hết các ngân hàng, không riêng TCB.

Biểu đồ 9. Dư nợ cho vay mua nhà sơ cấp giai đoạn 2022-2024



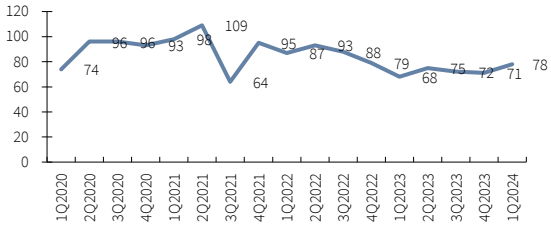
Nguồn: TCB, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 10. Cơ cấu tín dụng theo quý của TCB



Nguồn: TCB, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 11. Chỉ số NĐT quan tâm và tìm kiếm BĐS theo quý



Nguồn: CBRE, KB Securities Vietnam

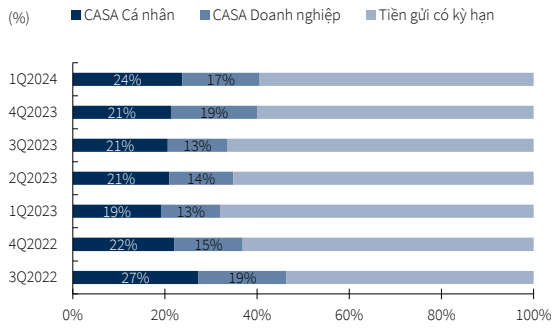
CASA tạo thêm dư địa để tiếp tục kiểm soát chi phí vốn

Chúng tôi nhận thấy tỷ lệ CASA của TCB đã bắt đầu có sự cải thiện rõ nét kể từ quý 4/2024, tập trung chủ yếu vào CASA của nhóm KHDN mà chúng tôi cho rằng một phần đến từ việc xử lý kỹ thuật cho tín dụng giai đoạn cuối năm trước. Tuy nhiên, xu hướng CASA bắt đầu có sự cải thiện bền vững hơn khi nhóm KHCN gia tăng cơ cấu đóng góp trong cấu phần CASA (từ mức 21% lên 24%, biểu đồ 12). Sự cải thiện CASA được lí giải bởi (1) Thị hiếu tiền gửi giảm xuống so với giai đoạn lãi suất huy động cao trong năm trước trong khi các kênh đầu tư khác (như chứng khoán) có sự hồi phục khiến KH chuyển dịch một phần tiền gửi có kỳ hạn sang không kỳ hạn; (2) chính sách Auto Earnings (sinh lời tự động trên tài khoản thanh toán) giúp TCB có thêm lợi thế cạnh tranh để duy trì vị thế dẫn đầu CASA.

Điều chỉnh dự phóng NIM tích cực hơn nhờ CoF được cải thiện đáng kể

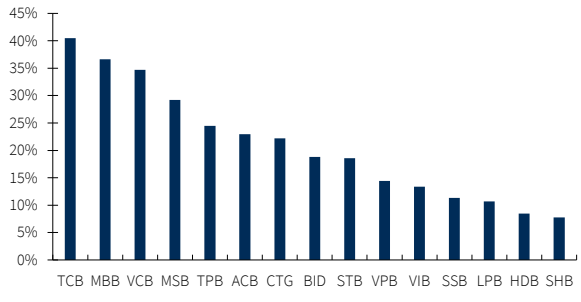
Với tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn đã chiếm tới gần phân nửa tổng tiền gửi huy động, chúng tôi cho rằng dư địa để tăng thêm tỷ lệ CASA không còn nhiều khi ngân hàng phải cân đối đảm bảo tỷ lệ SFLR theo quy định của SBV. TCB sẽ cần có thêm chiến lược mới để giữ chân khách hàng trong cuộc đua CASA với các ngân hàng khác. Chúng tôi không loại trừ trường hợp Chi phí vốn (CoF) sẽ tăng trở lại trong cuối năm nay khi mặt bằng lãi suất huy động nâng lên, nhưng nhìn chung CoF của TCB sẽ được duy trì mức thấp hơn nhiều so với năm 2023 nhờ (1) lợi thế CASA tiếp tục phát huy; (2) mặc dù lãi suất huy động có thể tăng trở lại sớm hơn dự kiến (và tăng 100-150bps từ mức thấp nhất theo dự báo của chúng tôi), nhưng sẽ cần thời gian để phản ánh vào CoF do có độ trễ từ các kỳ hạn gửi tiền; (3) lãi suất cho vay khó giảm thêm khi phải cân đối với rủi ro của khách hàng, bên cạnh lãi suất đầu vào đang rục rịch tăng trở lại. KQKD tương đối tích cực trong quý 1, chúng tôi điều chỉnh nâng mức kỳ vọng NIM năm 2024 cho TCB từ 4.07% (dự phóng cũ) lên 4.34% (+33 bps YoY). Mức NIM kỳ vọng cho năm 2025 là 4.64% được thúc đẩy bởi việc tích cực thu hồi phần hỗ trợ KH từ chính sách Flexible Price (như đã đề cập trong báo cáo kỳ trước).

Biểu đồ 12. Cấu phần CASA của TCB



Nguồn: TCB, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 13. CASA quý 1/2024 của một số ngân hàng



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KB Securities Vietnam

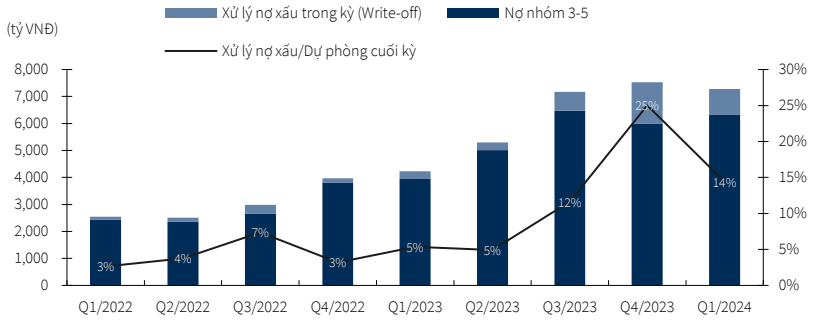
Cần thêm thời gian để đưa chất lượng tài sản ổn định trở lại

Nợ nhóm 2 tăng mạnh chủ yếu đến từ nợ cơ cấu theo TT02. Dư nợ cơ cấu theo TT02 của ngân hàng tính tới cuối quý 1 là 7,600 tỷ đồng (~1.4% dư nợ). TCB kỳ vọng có thể kiểm soát phần nợ tái cơ cấu này về mức dưới 1,600 tỷ trong quý 2. Áp lực tài sản vẫn còn hiện hữu khi ngân hàng vẫn đẩy mạnh trích lập và xử lý

nợ xấu trong quý này (xem chú thích biểu đồ 14,15). Do vậy, chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ cần thêm thời gian để cân bằng lại chất lượng tài sản về mức như trước đây khi bối cảnh kinh tế chung hồi phục tốt hơn. Điều chỉnh tăng tỷ lệ NPL kỳ vọng từ 1% lên 1.15% trong năm 2024 trong mô hình dự phóng của chúng tôi.

Áp lực lên chất lượng tài sản vẫn còn hiện hữu trong bối cảnh kinh tế phục hồi yếu khiến ngân hàng phải tiếp tục sử dụng 964 tỷ dự phòng để xử lý nợ xấu trong quý 1. Tỷ lệ nợ xấu hình thành tạo đỉnh trong quý 3/2023 và bắt đầu tăng chậm lại trong 2 quý gần đây. Tỷ lệ nợ xấu xử lý trong kỳ/dư nợ đã giảm so với mức đỉnh trong quý 4 năm ngoái (25%) về mức 14% trong quý này, nhưng vẫn tương đối cao so với giai đoạn trước (5-7%).

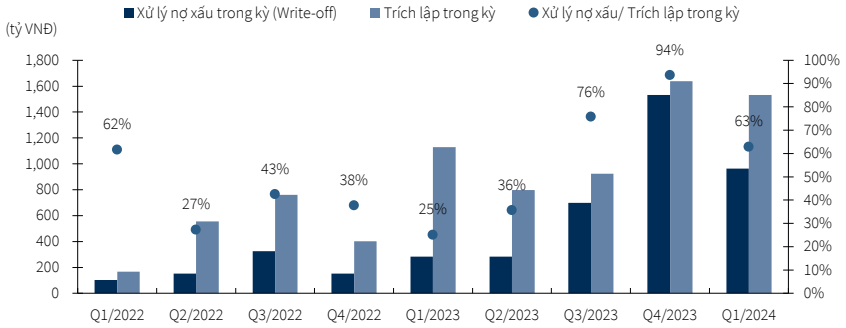
Biểu đồ 14. Nợ xấu và phần xử lý nợ xấu trong kỳ



Nguồn: TCB, KB Securities Vietnam

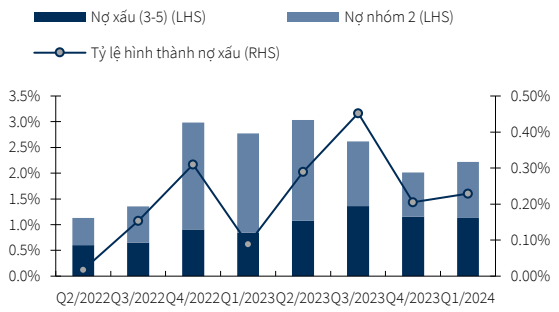
Mặc dù ngân hàng đã tích cực trích lập dự phòng rủi ro tín dụng, song việc đồng thời phần để sử dụng cho xử lý nợ xấu cũng tương đối lớn (biểu đồ 15), khiến bộ đệm dự phòng của ngân hàng chưa thực sự ghi nhận sự cải thiện đáng kể.

Biểu đồ 15. Trích lập DPRRTD và nợ được xử lý trong kỳ



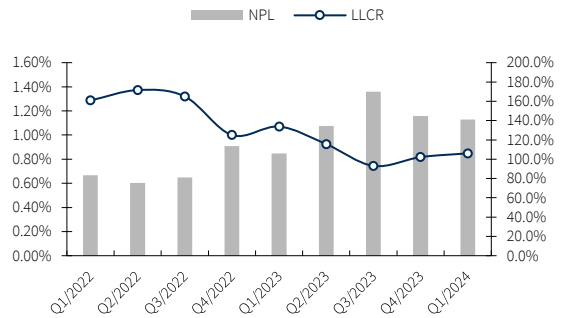
Nguồn: TCB, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 16. Tỷ lệ nợ xấu hình thành và nợ nhóm 2-5



Nguồn: TCB, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 17. Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu



Nguồn: TCB, KB Securities Vietnam

Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 18. Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Thu nhập lãi thuần (NII)	**27,691**	**34,956**	**26.2%**	**42,500**	**21.6%**	Giữ nguyên kỳ vọng tăng trưởng tín dụng ở kịch bản cơ sở là 21% YoY, nâng kỳ vọng NIM lên mức 4.3%.
Thu ngoài lãi (NOII)	12,370	12,921	4.5%	14,102	9.1%	Thu từ hoạt động dịch vụ, FX tăng trưởng bù đắp cho diễn biến ảm đạm của mảng Banca. Mảng IB dự kiến hồi phục mạnh nhờ lợi thế dẫn đầu của TCB trong lĩnh vực phát hành TP.
Tổng thu nhập hoạt động	**40,061**	**47,877**	**19.5%**	**56,602**	**18.2%**	
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng RRTD	26,809	32,174	20.0%	38,150	18.6%	
Chi phí trích lập dự phòng	(3,921)	(4,345)	10.8%	(3,028)	-30.3%	Tăng nhẹ so với dự phóng cũ sau khi điều chỉnh tăng nợ xấu trong bối cảnh chất lượng tài sản của toàn ngành chưa có dấu hiệu cải thiện tích cực.
Lợi nhuận trước thuế	**22,888**	**27,829**	**21.6%**	**35,122**	**26.2%**	
NIM	**4.01%**	**4.34%**	**33bps**	**4.64%**	**30bps**	Điều chỉnh tăng 30bps nhờ phát huy lợi thế từ huy động và kỳ vọng thu hồi từ chính sách Flexible sẽ được triển khai từ cuối năm nay.
Lãi suất đầu ra bình quân	8.22%	7.46%	-76bps	7.58%	12bps	
Lãi suất đầu vào bình quân	4.63%	3.43%	-120bps	3.26%	-16bps	
CIR	33.1%	32.8%	-28bps	32.6%	-20bps	Duy trì trong khoảng 30-35%.
NPL	**1.16%**	**1.15%**	**-1bps**	**1.00%**	**-15bps**	Điều chỉnh tăng 15bps so với dự phóng cũ do nợ nhóm 2 tăng mạnh trong quý 1.
Tổng tài sản	849,482	952,025	12.1%	1,101,581	15.7%	
Vốn chủ sở hữu	131,616	151,523	15.1%	177,191	16.9%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Định giá - Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu 54,500 VNĐ/Cp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá là P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư để tìm ra mức giá hợp lý cho cổ phiếu TCB.

(1) Phương pháp định giá P/B
Chúng tôi điều chỉnh P/B kỳ vọng năm 2024 lên mức 1.3x – tương đương với mức trung bình P/B 5 năm.

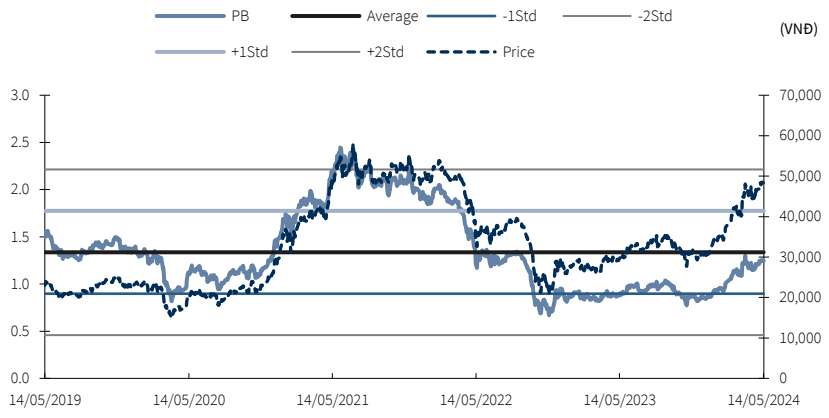
(2) Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư
Bên cạnh đó, chúng tôi kết hợp sử dụng thêm phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư để phản ánh rủi ro hệ thống và kỳ vọng dài hạn

Sau khi điều chỉnh kỳ vọng về KQKD, chúng tôi nâng mức giá mục tiêu của TCB từ 45,200 VNĐ/cp lên 54,500 VNĐ/cp. Với tiềm năng tăng giá 14% so với giá đóng cửa ngày 14/5/2024, KBSV duy trì quan điểm TRUNG LẬP với cổ phiếu TCB.

Cổ phiếu TCB đã có nhịp tăng 50% kể từ đầu năm đến nay, đã phản ánh một phần kỳ vọng về câu chuyện NIM và thị trường BĐS phục hồi. Chúng tôi cho rằng tiềm năng tiếp tục tăng giá trong thời gian tới có thể đến từ việc BĐS hồi phục tốt hơn kỳ vọng trước đó, hỗ trợ tăng trưởng tín dụng, chất lượng tài sản

có sự cải thiện đáng kể hơn. Tuy vậy chúng tôi cũng không ngoại trừ rủi ro giảm giá với cổ phiếu nếu khó khăn của 1 số doanh nghiệp BĐS chưa thực sự được tháo gỡ gây ra những ảnh hưởng mang tính lan truyền trong hệ thống, rủi ro tỷ lệ nợ xấu tăng lên vẫn còn khi bộ đệm bị ảnh hưởng sau năm 2023.

Biểu đồ 19. Diễn biến giá và chỉ số P/B của TCB



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 20. Cổ phiếu TCB – Định giá 2024 phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận sau thuế	22,263	28,097	32,979
Lợi nhuận thặng dư	3,074	6,005	7,144
Chi phí vốn (re)	14.58%		
Tăng trưởng (g)	3.0%		
Giá trị cuối cùng	30,510		
Tổng giá trị hiện tại (PV)	162,376		
Giá trị cổ phiếu TCB	**53,032**		

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 21. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
Lợi nhuận thặng dư	53,032	50%	26,516
P/B	55,920	50%	27,960
Giá mục tiêu			**54,476**

Nguồn: KBSV ước tính

PHỤ LỤC

Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần	26,699	30,290	27,691	34,956	42,500
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	35,503	44,753	56,708	60,090	69,520
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(8,805)	(14,463)	(29,017)	(25,134)	(27,020)
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động dịch vụ	6,382	8,153	8,715	9,159	10,075
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác	1,803	2,167	2,434	2,242	2,823
Tổng thu nhập hoạt động	37,076	40,527	40,061	47,877	56,602
Chi phí hoạt động	(11,173)	(13,023)	(13,252)	(15,704)	(18,452)
LN thuần trước CF DPRRTD	25,903	27,504	26,809	32,174	38,150
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(2,665)	(1,936)	(3,921)	(4,345)	(3,028)
Thu nhập khác	4,344	4,500	6,460	6,404	7,007
Chi phí khác	(2,540)	(2,333)	(4,026)	(4,163)	(4,185)
Tổng lợi nhuận trước thuế	23,238	25,568	22,888	27,829	35,122
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(4,823)	(5,131)	(4,697)	(5,566)	(7,024)
LNST	18,415	20,436	18,191	22,263	28,097
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(363)	(286)	(187)	(243)	(316)
LNST ngân hàng mẹ	18,052	20,150	18,004	22,020	27,781

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Cho vay khách hàng	343,606	415,752	512,514	619,262	725,256
Chứng khoán kinh doanh	5,071	961	4,433	10,499	12,283
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý (trừ dự trữ bắt buộc)	3,579	4,216	3,621	5,290	6,190
Tài sản có sinh lời	526,132	619,967	759,745	850,766	982,707
Tài sản cố định và tài sản khác	43,037	79,995	92,482	104,481	121,937
Tổng tài sản	568,729	699,033	849,482	952,025	1,101,581
Tiền gửi của khách hàng	314,753	358,404	454,661	536,373	627,556
Các khoản vay phái sinh, giấy tờ có giá	33,680	35,858	84,703	108,892	84,433
Các khoản nợ chịu lãi	460,892	561,832	692,537	773,995	881,430
Các khoản nợ khác	14,796	23,775	25,329	26,507	42,961
Tổng nợ phải trả	475,687	585,608	717,866	800,502	924,391
Vốn điều lệ	35,109	35,172	35,225	35,225	35,225
Thặng dư vốn cổ phần	476	476	476	476	476
Lợi nhuận chưa phân phối	47,453	64,483	49,013	68,920	94,588
Các khoản điều chỉnh vốn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	93,041	113,425	131,616	151,523	177,191

Chỉ số tài chính

(%)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng sinh lời					
ROE	22.0%	19.8%	14.8%	15.7%	17.1%
ROA	3.7%	3.2%	2.3%	2.5%	2.7%
ROE trước dự phòng	24.5%	21.3%	17.4%	18.2%	18.6%
ROA trước dự phòng	4.1%	3.5%	2.8%	2.9%	3.0%
Biên lãi ròng (NIM)	5.7%	5.3%	4.0%	4.3%	4.6%
Hiệu quả hoạt động					
LDR thuần	110.4%	117.3%	114.1%	117.0%	117.0%
CIR	30.1%	32.1%	33.1%	32.8%	32.6%
Tốc độ tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng tài sản	29.4%	22.9%	21.5%	12.1%	15.7%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	24.8%	21.0%	23.3%	20.8%	17.1%
Tăng trưởng LN thuần trước DPRRTD	40.7%	6.2%	-2.5%	20.0%	18.6%
Tăng trưởng LNST ngân hàng mẹ	46.5%	11.6%	-10.7%	22.3%	26.2%
Tăng trưởng EPS	46.2%	11.4%	-10.8%	22.3%	26.2%
Tăng trưởng BVPS	24.5%	21.7%	15.9%	15.1%	16.9%

Định giá

(đồng, X, %)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Chỉ số về giá					
EPS cơ bản	5,142	5,729	5,111	6,251	7,887
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	26,501	32,248	37,364	43,016	50,302
Giá trị sổ sách hữu hình/CP (Tangible BVPS)	25,476	30,908	35,841	41,091	47,873
Chỉ số định giá					
PER	8.6	7.7	8.6	7.0	5.6
PBR	1.7	1.4	1.2	1.0	0.9
ROE	22.0%	19.8%	14.8%	15.7%	17.1%
An toàn vốn					
Tỉ lệ an toàn vốn (CAR)	15.6%	15.0%	15.2%	15.0%	>15%
Chất lượng tài sản					
NPL (nợ xấu nhóm 3-5)	0.7%	0.7%	1.2%	1.2%	1.0%
Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu nhóm 3-5)	162.8%	157.3%	107.0%	114.9%	122.4%
SML (nợ xấu và nợ cần chú ý)	1.3%	2.8%	2.0%	2.0%	1.7%
Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu và nợ cần chú ý)	84.1%	40.5%	61.5%	67.8%	72.0%

Nguồn: KBSV ước tính

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:
Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:
Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:
Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:
Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ
Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.