

TECHCOMBANK (TCB)

Khả quan (Duy trì)

Tài chính

Giá hiện tại	VND42.000
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND42.750/VND26.200
Giá mục tiêu	VND50.600
Giá mục tiêu trước đó	VND40.100
Consensus	17,3%
Tiềm năng tăng giá	20,5%
Tỷ suất cổ tức	0,00%
Tổng tỷ suất sinh lời	20,5%

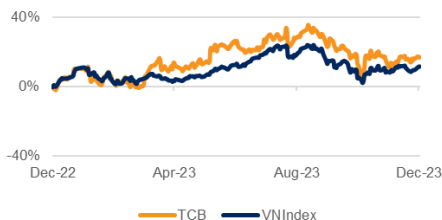
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	5,74
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	9,71
Sở hữu NN (tr USD)	0
Số CP lưu hành (tr)	3.522
Số CP sau pha loãng (tr)	3.523

	TCB	Ngành	VNI
P/E trượt	8,2x	7,0x	14,5x
P/B hiện tại	1,14x	1,3x	1,8x
ROA	2,3%	2,0%	2,0%
ROE	14,8%	20,8%	12,1%

* dữ liệu ngày 13/3/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
TCB	12,6	37,7	57,0
Tương quan VNIndex	6,0	14,0	20,7

Cơ cấu sở hữu

Masan Group	15,0%
Chủ tịch và người liên quan	10,0%
Khác	75,0%

Tổng quan doanh nghiệp

Techcombank (TCB) là một trong những ngân hàng thương mại hàng đầu Việt Nam, tập trung vào chuỗi giá trị lĩnh vực bất động sản, khách hàng thu nhập cao và công nghệ. Ngân hàng có mạng lưới hơn 300 chi nhánh và 1300 máy ATM trên toàn quốc và phục vụ hơn 13 triệu khách hàng.

Chuyên viên phân tích:



Vũ Mạnh Hùng

hung.vumanh3@vndirect.com.vn

Hưởng lợi từ làn sóng bất động sản phục hồi

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với tiềm năng tăng giá là 20,5%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu 26,2% khi giá cổ phiếu đã tăng 26,4% kể từ báo cáo gần nhất.
- Chúng tôi nâng giá mục tiêu do chi phí vốn thấp hơn và giá trị sổ sách/cổ phiếu (BVPS) trong 2024 cao hơn 16,5% so với 2023.
- P/B hiện tại đang ở mức 1,14 lần, thấp hơn 14% so với P/B hiện tại của ngành ngân hàng là 1,33 lần, định giá thấp ROAE năm 2024 là 16%.

Tiêu điểm tài chính

- Tổng thu nhập hoạt động tăng mạnh 17,8% svck lên 11.017 tỷ đồng, tăng tốc từ mức tăng 1,8% trong Q3/23, nhờ thu nhập lãi ròng (NII) (+11,4% svck) và thu nhập ngoài lãi (Non-II) (+35,1% svck).
- LN ròng tăng 25,2% svck lên 4.439 tỷ đồng trong Q4/23 do tỷ lệ chi phí/thu nhập giảm xuống 32,8% từ 41,9% trong Q4/22.
- Chúng tôi dự báo ROE sẽ tăng lên 16,0% trong năm 2024 từ mức hiện tại là 14,8% khi LN ròng đã tăng trưởng 25,6% svck.

Luân dòng đầu tư

NIM cải thiện khi lãi suất huy động giảm và thị trường BĐS hồi phục

Chúng tôi tin rằng biên lãi thuần của TCB đã chạm đáy trong năm 2023 và sẽ mở rộng 13 điểm cơ bản trong năm 2024 nhờ chi phí vốn thấp hơn và chênh lệch lợi suất ròng lớn hơn. Chi phí vốn thấp hơn được tác động bởi lãi suất tiền gửi VND và USD thấp hơn (các khoản vay bằng ngoại tệ chiếm ~11% tổng nguồn vốn huy động của TCB, và CASA cao hơn (được thúc đẩy bởi sản phẩm 'Sinh lời tự động' mới)

Trong khi đó, chúng tôi tin rằng lợi suất tài sản sẽ giảm với tốc độ chậm hơn do nhu cầu thế chấp quay trở lại trong năm 2024 và TCB dần dần đảo ngược chính sách hỗ trợ lãi suất khi thị trường BĐS dần phục hồi.

Thị trường BĐS sẽ thúc đẩy tăng trưởng tín dụng

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng là 16,1% trong năm 2024, nhờ sự phục hồi của thị trường trái phiếu và BĐS. Lãi suất thế chấp thấp hơn và Luật Đất đai sửa đổi có khả năng sẽ thúc đẩy thị trường BĐS. Điều này sẽ làm tăng nhu cầu vay thế chấp (32% cơ cấu dư nợ) trong nửa cuối 2024, theo sau nhu cầu vốn của các doanh nghiệp liên quan đến BĐS (43% cơ cấu tín dụng) trong nửa đầu năm 2024.

Lãi suất cho vay bán lẻ thấp hơn sẽ làm tăng chất lượng tài sản

Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản của TCB sẽ được cải thiện, với tỷ lệ nợ xấu (NPL) giảm xuống 0,9% trong năm 2024, xếp hạng ba toàn ngành, tỷ lệ bao phủ nợ xấu sẽ tăng lên mức 133% trong năm 2024. Chất lượng tài sản cải thiện nhờ chi phí cho vay cá nhân thấp hơn với KHCN chiếm 77% tổng cơ cấu nợ xấu.

Triển vọng năm 2024 tốt xứng đáng mức P/B cao hơn

P/B hiện tại là 1,14 lần, thấp hơn 14% sv trung bình ngành là 1,33 lần. Chúng tôi cho rằng TCB xứng đáng mức P/B là 1,2 lần – thấp hơn 10% sv trung bình ngành là 1,33 lần – do triển vọng năm 2014 tươi sáng (ROE: 16%) và thị trường BĐS dần hồi phục.

Tổng quan tài chính	12-23A	12-24E	12-25F	12-26F
Tăng trưởng LN ròng (svck)	-10,7%	25,6%	22,0%	27,2%
Tăng trưởng tín dụng	21,6%	16,1%	15,8%	13,0%
NIM	4,01%	4,13%	4,29%	4,65%
Hệ số CASA	39,9%	42,0%	45,0%	45,0%
Tỷ lệ nợ xấu	1,2%	0,9%	0,7%	0,6%
Bộ đệm dự phòng (LLR)	100,9%	133,5%	162,4%	174,6%
ROEA	14,8%	16,0%	16,6%	17,8%
P/B	1,09	0,94	0,79	0,66

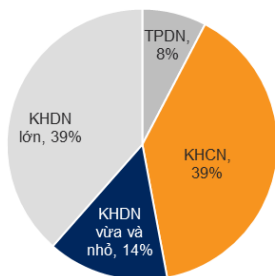
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 1993, Techcombank (TCB VN) là một trong những ngân hàng thương mại hàng đầu Việt Nam, đứng thứ 5 về tổng tài sản trong hệ thống ngân hàng Việt Nam. TCB hiện sở hữu 300 chi nhánh và phòng giao dịch trải khắp các tỉnh thành tại Việt Nam, phục vụ hơn 13 triệu khách hàng.

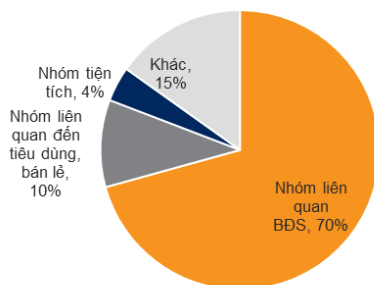
TCB tự hào có cơ cấu kinh doanh chuyên biệt tập trung vào tài trợ cho chuỗi giá trị ngành bất động sản. TCB chủ yếu tập trung vào thị trường bất động sản sơ cấp tại hai thành phố lớn là Hà Nội và TP.HCM, có đầy đủ hồ sơ pháp lý xây dựng và triển khai. Ngoài ra, nhờ mối quan hệ bền chặt với các doanh nghiệp lớn như Vinhomes và Masan, TCB có lợi thế nắm giữ tỷ trọng lớn tài khoản trả lương. Bên cạnh việc cung cấp vốn cho chuỗi giá trị ngành bất động sản, TCB còn sở hữu lợi thế CASA đáng kể, đạt gần 40% vào cuối năm 2023 (đứng top 2 hệ thống ngân hàng).

Hình 1: Cơ cấu dư nợ cho vay theo phân loại khách hàng



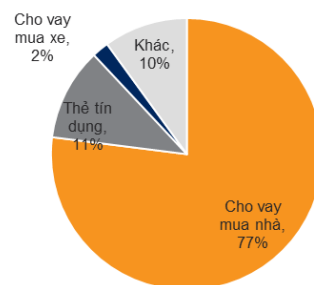
Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Cơ cấu dư nợ cho vay bán lẻ theo ngành



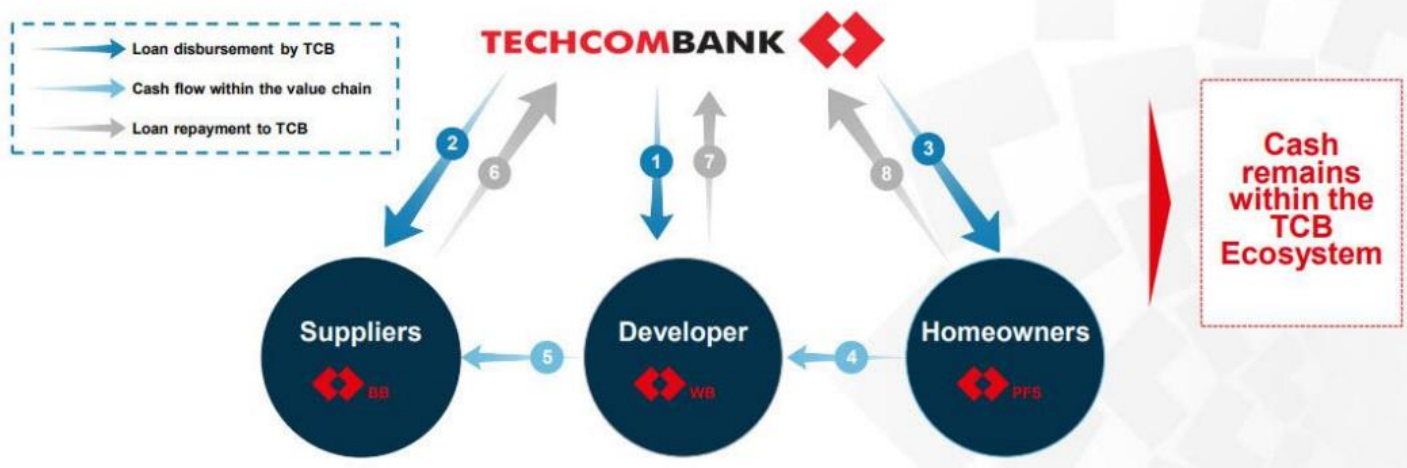
Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Cơ cấu dư nợ cho vay SME theo ngành



Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: TCB cấp vốn cho chuỗi giá trị BĐS



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD Q4/23: KQKD thấp hơn do trích lập dự phòng

Hình 5: So sánh KQKD (tỷ đồng)

	Q4/23	Q4/22	% svck	% sv quý trước	2023	2022	% svck	% dự phóng	Nhận xét
Thu nhập lãi	7,597	6,819	11.4%	4.5%	27,691	30,290	-8.6%	98.7%	Phù hợp với dự báo
Thu nhập ngoài lãi	3,420	2,532	35.1%	8.7%	12,370	10,547	17.3%	101.0%	
Tổng thu nhập HĐ	11,017	9,351	17.8%	5.7%	40,061	40,837	-1.9%	99.4%	
Chi phí HĐ	3,610	3,913	-7.8%	-0.6%	13,252	13,322	-0.5%	99.6%	Phù hợp với dự báo
LN trước trích lập	7,407	5,437	36.2%	9.1%	26,809	27,504	-2.5%	99.3%	
Trích lập dự phòng	1,634	691	136.4%	72.9%	3,921	1,936	102.5%	121.1%	Cao hơn dự phóng
LNTT	5,773	4,746	21.6%	-1.2%	22,888	25,568	-10.5%	96.3%	
LN ròng	4,439	3,544	25.2%	-3.8%	18,004	20,147	-10.6%	96.1%	Phù hợp với dự phóng

Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Các chỉ số chính của TCB theo quý

	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	
Thu nhập lãi/tổng thu nhập HĐ	76,8%	71,3%	80,2%	70,6%	73,2%	72,9%	70,2%	67,5%	69,8%	69,0%	
Thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập	23,2%	28,7%	19,8%	29,4%	26,8%	27,1%	29,8%	32,5%	30,2%	31,0%	
NIM	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,6%	5,3%	4,7%	4,5%	4,2%	4,0%	
CIR	29,9%	33,4%	30,7%	29,8%	29,2%	41,9%	33,8%	30,8%	34,8%	32,8%	
NPL	0,57%	0,66%	0,67%	0,60%	0,65%	0,91%	0,85%	1,07%	1,36%	1,16%	
LLR	184,4%	162,9%	160,8%	171,6%	165,0%	125,0%	133,8%	115,6%	93,0%	102,1%	
Trích lập dự phòng/LN trước trích lập	9,6%	9,3%	3,1%	5,4%	8,3%	12,7%	8,7%	12,5%	13,9%	22,1%	
Tỷ lệ chi phí tín dụng	0,84%	0,86%	0,62%	0,53%	0,51%	0,50%	0,55%	0,61%	0,67%	0,84%	
ROA	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%	3,2%	2,9%	2,6%	2,4%	2,3%	
ROE	22,1%	21,7%	21,7%	21,7%	21,6%	19,7%	17,8%	15,8%	14,6%	14,8%	

Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

TOI phục hồi mạnh mẽ nhờ vào tăng trưởng dư nợ cho vay

TOI Q4/23 tăng mạnh 17,8% svck, đạt 11.017 tỷ đồng, tăng tốc từ mức tăng 0,8% svck trong Q3/23, chủ yếu do sự tăng trưởng của cả thu nhập lãi thuần (NII) và thu nhập ngoài lãi (Non-II).

NII trong Q4/23 đã chấm dứt đà giảm từ Q4/22 và tăng 11,4% svck nhờ vào sự tăng trưởng ấn tượng dư nợ cho vay. Dư nợ cho vay tăng trưởng vượt bậc từ cuối Q3/23 (13,1% sv đầu năm) lên 23,3% sv đầu năm tính đến cuối Q4/23, nhờ vào: 1) nhu cầu vay vốn hồi phục với mức lãi suất cho vay giảm; và 2) các hoạt động tái cấu trúc khoản vay cho khách hàng trở nên sôi động vào cuối năm 2023. Sự bùng nổ trong dư nợ cho vay giảm nhẹ tác động đến sự giảm NIM (-0,3 điểm % svck) khi lợi suất tài sản giảm 0,1 điểm % svck trong khi chi phí vốn tăng 0,2 điểm % svck trong Q4/23.

Non-II trong Q4/23 tăng mạnh 31,1% svck từ mức tăng 13,5% svck trong Q3/23, chủ yếu do: 1) thu nhập ròng 313 tỷ đồng từ giao dịch ngoại hối (so với mức lỗ 304 tỷ đồng trong Q4/22); và 2) thu nhập ròng 248 tỷ đồng từ việc thanh lý tài sản đầu tư (so với mức lỗ 106 tỷ đồng trong Q4/22).

Chú trọng vào xây dựng bộ đệm dự phòng

Giữa lúc lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi và chất lượng tài sản cải thiện, chúng tôi tin rằng TCB đang cố gắng tăng cường bộ đệm dự phòng bằng cách tăng trích lập dự phòng lên 136,4% svck (+72,9% so với quý trước) trong Q4/23. Chất lượng tài sản của TCB đã được cải thiện so với Q3/23 với: 1) Tỷ lệ LLR tăng lên 102,1% trong Q4/23 (Q3/23: 93,0%); và 2) Tỷ lệ NPL giảm 0,2 điểm % so với quý trước.

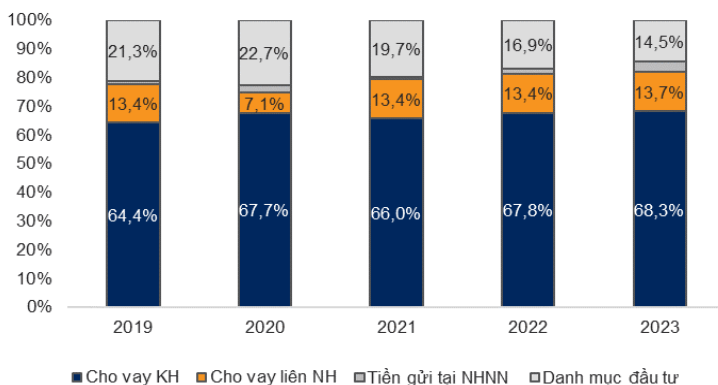
Sự suy giảm tỷ lệ NPL không chỉ đến từ sự tăng trưởng của danh mục vay mà còn từ việc giảm giá trị NPL (-7,2% so với quý trước). Kết hợp với việc nợ nhóm 2 giảm mạnh 25,7% sv quý trước, chúng tôi tin rằng xu hướng cải thiện chất lượng tài sản sẽ tiếp tục nhờ lãi suất cho vay giảm sẽ giúp giảm áp lực đối với khách hàng trong việc thực hiện nghĩa vụ nợ.

Tổng cộng, LNTT của TCB tăng 21,6% svck trong Q4/23. Trong năm 2023, LNTT của TCB đạt 22.888 tỷ đồng (-10,5% svck), hoàn thành 96% dự phóng.

Hình 7: Phân tích những chỉ tiêu chính trong bảng cân đối kế toán của TCB

Cơ cấu tài sản sinh lãi (IEA): Danh mục đầu tư thúc đẩy tăng trưởng

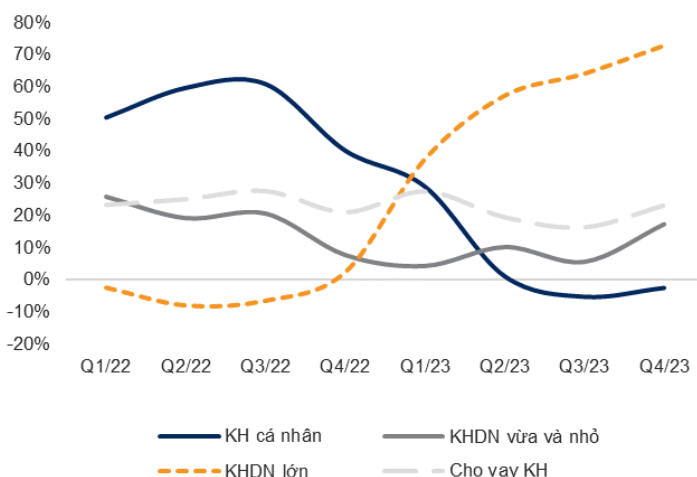
- Trong năm 2023, tổng tài sản sinh lãi của TCB tăng 22,6% svck, cao hơn mức tăng 17,7% trong năm 2022, nhờ tăng trưởng mạnh mẽ của cho vay khách hàng và cho vay liên ngân hàng. Trong đó, cho vay khách hàng tăng 23,3% trong năm 2023, chiếm 68,3% cơ cấu IEA. Trong 5 năm qua, chúng tôi quan sát thấy TCB đã phân bổ dòng vốn vào cho vay khách hàng và cho vay liên ngân hàng hơn là danh mục đầu tư. Do đó, tỷ trọng danh mục đầu tư có xu hướng giảm trong những năm gần đây.
- Vào cuối năm 2023, danh mục đầu tư của TCB tăng 4,7% svck, chủ yếu là trái phiếu của các tổ chức tín dụng (+53,9% svck), chiếm 35,5% cơ cấu danh mục đầu tư. Thêm nữa, trái phiếu doanh nghiệp tăng 3,6% svck vào cuối năm 2023, chiếm 7,6% cơ cấu danh mục tín dụng, thấp hơn mức 8,9% trong năm 2022.
- Sau khi danh mục đầu tư tăng đáng kể trong năm 2023 (+21,9% sv đầu năm), TCB đã giảm xuống 4,7 sv đầu năm (-14,1% sv quý trước) trong Q4/23. Danh mục đầu tư giảm trong Q4/23 là kết quả của việc thoái vốn các loại trái phiếu, chủ yếu là TPCP (-35,6% sv quý trước) trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp.



Cơ cấu dư nợ cho vay: Nhu cầu đến từ KHDN lớn

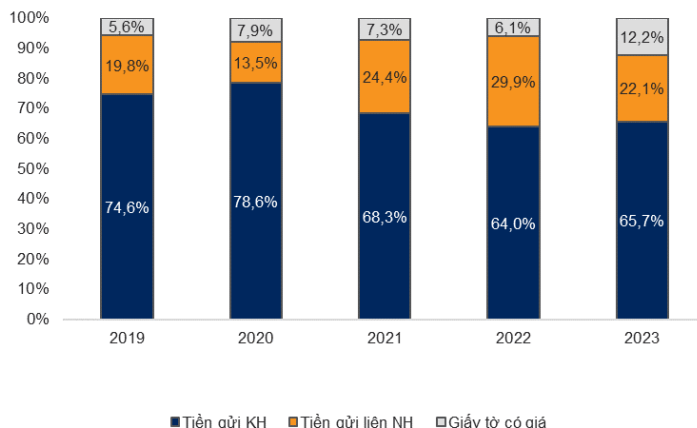
- Dư nợ tín dụng của TCB tăng 21,6% svck trong năm 2023, vượt mức hệ thống ngân hàng 13,5% svck. Mức tăng trưởng này được thúc đẩy bởi sự mở rộng mạnh mẽ của hoạt động cho vay KHDN lớn (+72,8% svck; cơ cấu tín dụng 39%) do nhu cầu tái cơ cấu các tài sản của các doanh nghiệp BĐS tăng (+38,7% svck) trong bối cảnh thị trường BĐS trì trệ.
- Trong khi đó, nhu cầu vay cá nhân đang giảm dần do nền kinh tế chậm lại, khiến cho vay cá nhân giảm nhẹ 2,6% svck năm 2023. Trong đó, khoản cho vay thế chấp bị ảnh hưởng nặng nề, giảm 10,8% svck năm 2023 trong bối cảnh việc lãi suất cho vay có hiệu độ trễ.

Lưu ý cho bảng bên phải: tăng trưởng cho vay theo phân loại khách hàng (% svck)



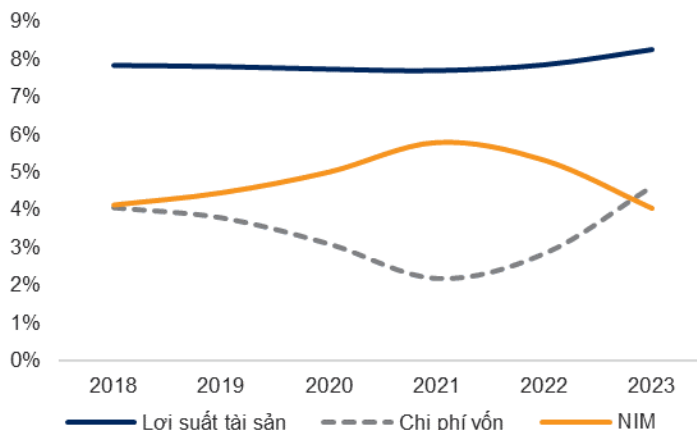
Cơ cấu vốn trả lãi (IBL): Tìm kiếm nguồn vốn dài hạn

- Trong năm 2023, tổng vốn của TCB (IBL) tăng 23,7% svck. Đáng chú ý, ngân hàng đã tăng tỷ trọng tiền gửi của khách hàng trong IBL lên 65,7%, tăng mạnh 26,9% svck trong năm 2023—vượt qua tỷ lệ trung bình ngành là 18,5% so với đầu năm. Nhằm giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn (SFLR) theo hướng dẫn của NHNN, TCB đã huy động thêm từ nguồn vốn dài hạn bằng cách phát hành giấy tờ có giá (+149,1% svck), đồng thời giảm nguồn vốn ngắn hạn bằng cách giảm huy động từ liên ngân hàng (-8,6% svck). TCB đã tăng huy động giấy tờ có giá bằng cách sử dụng sản phẩm mới là CD Bảo Lộc.
- Trong năm 2023, tỷ lệ LDR tăng lên 77,4%, từ 76,6% trong năm 2022. Mức LDR này cao hơn so với trung bình ngành là 74%, nhưng vẫn thấp hơn so với trung bình trong 3 năm là 78% và ngưỡng giới hạn là 85%.
- Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn (SFLR) giảm xuống 26%, từ 28% trong năm 2022, trong ngưỡng quy định là 30%.
- Tỷ lệ CASA tăng mạnh lên 39,9% trong Q4/23 từ mức 33,6% trong Q3/23 nhờ KHCN và KHDN. Với KHCN, CASA tăng 15,5% sv quý trước vào cuối Q4/23 nhờ sản phẩm mới Sinh lời tự động.
- Sinh lời tự động là tính năng tối ưu cho các số tiền chưa sử dụng đến trong tài khoản. Tiền rảnh rỗi sẽ tự động chuyển thành số dư sinh lãi (khoản tiền lớn hơn 10tr đồng) để hưởng mức lãi suất cao hơn (khoảng 3% mỗi năm). Điều này đảm bảo thanh khoản liên mạch cho nhu cầu của cá nhân và doanh nghiệp đồng thời tối đa hóa lợi nhuận.



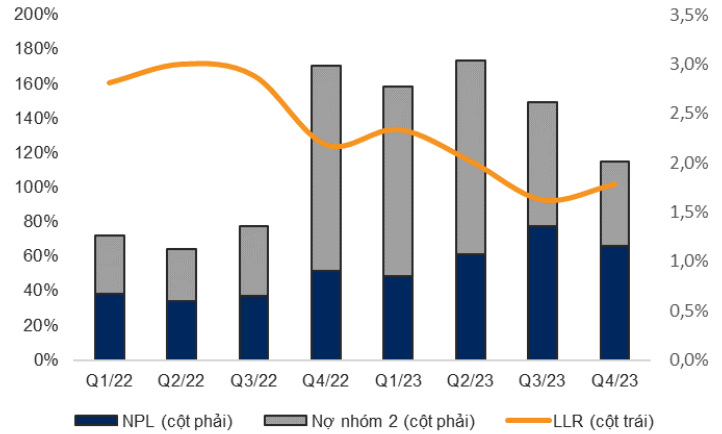
Hiệu suất NIM: Chi phí vốn tăng làm giảm NIM

- NIM của TCB tiếp tục đà giảm từ năm 2021, giảm 1,3 điểm % svck trong năm 2023 do chi phí vốn tăng mạnh (+1,8 điểm % svck) trong khi lợi suất tài sản chỉ tăng 0,4 điểm % svck.
- Chi phí vốn tăng mạnh lên 4,6% trong năm 2023 do chi phí huy động tăng và chi phí vay ngoại tệ tăng. Mặc dù lãi suất bắt đầu giảm từ Q1/23, chi phí huy động vẫn tăng 1,6 điểm % svck trong năm 2023 do độ trễ từ 3-6 tháng. Hơn nữa, lãi suất USD duy trì ở mức cao đã đẩy chi phí vay nước ngoài của TCB tăng 3,35 điểm % svck trong năm 2023.
- Mặt khác, lợi suất tài sản năm 2023 chỉ tăng nhẹ lên 8,3% do nhu cầu bán lẻ yếu hơn trong khi nhu cầu doanh nghiệp tăng và lãi suất liên ngân hàng, lợi suất trái phiếu giảm trong bối cảnh chính sách tiền tệ nới lỏng.



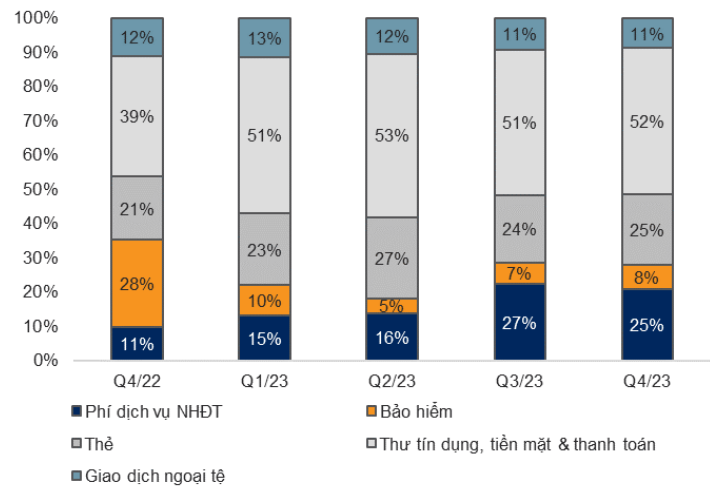
Chất lượng tài sản cải thiện

- Tổng nợ quá hạn của TCB giảm quý thứ hai liên tiếp, giảm 53,4% sv quý trước vào cuối năm tài chính 23 – 2,0% dư nợ cho vay
- Nợ xấu của TCB giảm 7,2% sv quý trước do: 1) khả năng trả nợ của khách hàng tốt hơn trong bối cảnh tỷ lệ nợ xấu giảm 50,6% sv quý trước; và 2) giá trị xóa nợ lớn 1.534 tỷ đồng (+23,7% sv quý trước) trong Q4/23. Cùng với mức tăng trưởng cho vay mạnh mẽ ở mức 9,0% sv quý trước, tỷ lệ nợ xấu lần đầu tiên giảm kể từ Q1/23 xuống còn 1,2%, xếp thứ ba trong ngành.
- Xu hướng cải thiện chất lượng tài sản sẽ kéo dài khi tỷ lệ cho vay ngắn-trung-dài hạn giảm xuống 0,88%, duy trì đã giảm kể từ Q2/23.



Cơ cấu thu nhập ngoài lãi

- Trong năm 2023, thu nhập ngoài lãi tăng 9,5% svck nhờ: 1) thẻ (+34% svck); và 2) thư tín dụng, tiền mặt và thanh toán (+81,5% svck).
- Xét theo quý, thu nhập từ phí dịch vụ ngân hàng đầu tư (IB) được thúc đẩy bởi lợi nhuận từ hoạt động phân phối trái phiếu, trên đà tăng từ Q4/22. Sau một thời gian giảm kéo dài, hoạt động Banca đã cải thiện 25,7% sv quý trước trong Q4/23, kéo dài mức tăng trưởng 74,0% sv quý trước trong Q3/23.



Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng năm 2024: Hưởng lợi từ làn sóng bất động sản phục hồi

Hình 8: Thay đổi trong dự phóng của chúng tôi (tỷ đồng, nếu không chú thích khác)

Tỷ đồng	Dự phóng cũ		Dự phóng mới				Nhận xét
	2024	2025	2024	% svck	2025	% svck	
Thu nhập lãi thuần (NII)	36.391	43.760	33.814	22,1%	40.567	20,0%	Chúng tôi giảm dự báo NII của 2024 để phản ánh thời gian kéo dài hơn dự kiến cho sự phục hồi lãi suất do luật bất động sản, mặc dù đã được ban hành, sẽ có hiệu lực vào ngày 1 tháng 1 năm 2025.
NIM	4,8%	5,0%	4,1%	0,1 điểm %	4,3%	0,2 điểm %	
Tăng trưởng tín dụng	15,1%	16,2%	16,1%		15,8%		
Thu nhập ngoài lãi (non-II)	14.418	16.632	13.117	6,0%	15.751	20,1%	
Tổng thu nhập HĐ (TOI)	50.809	60.392	46.931	17,1%	56.318	20,0%	
Chi phí HĐ	15.751	19.567	14.549	9,8%	18.022	23,9%	
CIR	31,0%	32,4%	31,0%	-2,1 điểm %	32,0%	1,0 điểm %	
LN trước dự phòng (PPOP)	35.058	40.825	32.382	20,8%	38.296	18,3%	
Chi phí dự phòng	2.938	2.642	3.645	-7,0%	3.231	-11,4%	
Chi phí tín dụng	0,57%	0,44%	0,65%	-0,2 điểm %	0,50%	-0,2 điểm %	Chúng tôi tăng dự báo cho năm 2024 để phản ánh chiến lược xây dựng bộ đệm dự phòng trong bối cảnh sự trở lại của lĩnh vực kinh doanh cốt lõi.
LNTT	32.120	38.183	28.738	25,6%	35.065	22,0%	
LN ròng	25.313	30.091	22.605	25,6%	27.582	22,0%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng thu nhập hoạt động (TOI) sẽ phục hồi mạnh mẽ khi thị trường bất động sản phục hồi vào năm 2024

Chúng tôi kỳ vọng TOI năm 2024 sẽ phục hồi mạnh mẽ lên 20,8% svck từ mức giảm 2,5% svck trong năm 2023, nhờ NII tăng mạnh 22,1% svck – đảo ngược từ mức tăng trưởng âm là 8,6% svck trong năm 2023.

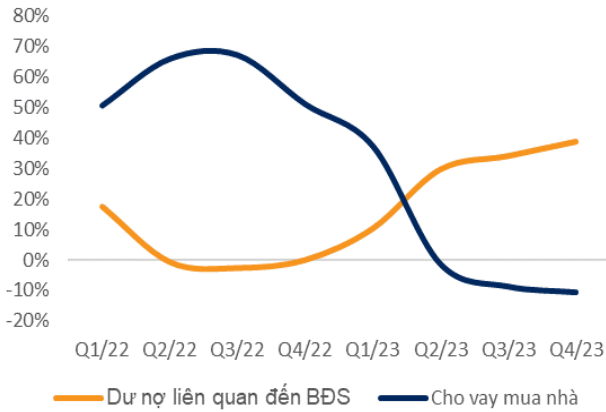
Chúng tôi kỳ vọng NII năm 2024 sẽ kết thúc đà giảm từ năm 2022 và tăng lên 22,1% svck nhờ 1) khả năng tăng trưởng tín dụng lên 16,1% trong năm 2024 và 2) NIM mở rộng 0,1 điểm % svck, đạt 4,13% trong năm 2024.

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 16,1% trong năm 2024, nhờ sự phục hồi dần dần từ mức thấp của thị trường trái phiếu và bất động sản, nhờ: 1) lãi suất cho vay mua nhà thấp hơn; và 2) luật Đất Đai mới được ban hành, kỳ vọng sẽ hỗ trợ sự phục hồi của thị trường bất động sản; và 3) kinh tế Việt Nam dần phục hồi. Do đó, nhu cầu vay mua nhà (~32% dư nợ tín dụng) được dự đoán sẽ tăng trong nửa cuối năm 2024, tiếp nối sự gia tăng nhu cầu vốn của các công ty trong chuỗi giá trị bất động sản (~43% dư nợ tín dụng) trong nửa đầu năm 2024.

Ngoài ra, chúng tôi dự đoán NIM có thể chạm đáy trong năm 2023 và tăng lên 4,1% trong năm 2024 từ mức 4,0% trong năm 2023, do chi phí vốn thấp hơn khi chênh lệch lãi suất lớn hơn. Tác động của việc giảm chi phí vốn hơn nữa sẽ rõ rệt hơn do tác động liên tục của môi trường lãi suất thấp. Ngoài ra, chi phí vốn của TCB sẽ được hưởng lợi từ lãi suất thấp hơn của Mỹ, do các khoản vay bằng ngoại tệ chiếm ~11% tổng nguồn vốn huy động của TCB.

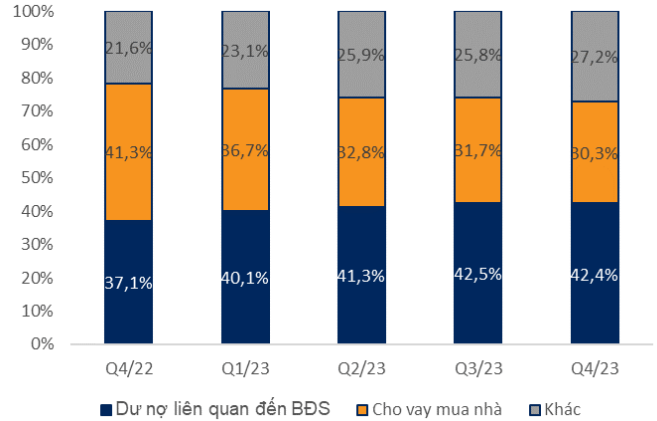
Cùng với CASA cao hơn nhờ: 1) nhu cầu cho vay vốn lưu động đến từ KH doanh nghiệp trong bối cảnh TCB cung cấp tài chính cho chuỗi cung ứng; và 2) ra mắt sản phẩm mới (Sinh lời tự động) để thu hút thêm CASA. Như vậy, chi phí vốn sẽ giảm sâu xuống 3,7% vào năm 2024 (-0,9% điểm svck), dẫn đến NIM tăng lên 4,13% trong năm 2024.

Hình 9: Cho vay BĐS thúc đẩy tăng trưởng tín dụng kể từ Q1/23 (% svck)



Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: ... và chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tín dụng (%)



Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

LN ròng sẽ tăng trưởng mạnh nhờ giảm bớt áp lực trích lập dự phòng vào năm 2024

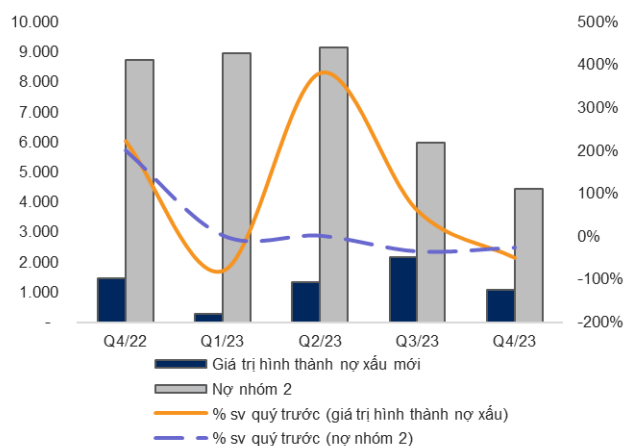
Chúng tôi dự phóng LN ròng của TCB có thể tăng 25,6% svck trong năm 2024, phục hồi mạnh mẽ từ mức thấp trong năm 2023. Sự tăng trưởng này là nhờ sự phục hồi của lĩnh vực bất động sản, điều này sẽ thúc đẩy tăng trưởng tín dụng và NIM của TCB như đã đề cập ở trên. Ngoài ra, tăng trưởng LN ròng dự kiến sẽ vượt tốc độ tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động (TOI) trong năm 2024 do: 1) Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) giảm xuống 31% trong năm 2024; và 2) chi phí dự phòng giảm 0,2 điểm % svck

Chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng của TCB sẽ giảm 0,2 điểm % xuống 0,65% trong năm 2024 do áp lực trích lập dự phòng giảm trong bối cảnh chất lượng tài sản được cải thiện với tỷ lệ nợ xấu (NPL) thấp hơn và tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cao hơn. Chúng tôi dự đoán TCB sẽ có chất lượng tài sản tốt hơn nhờ 1) tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 0,9% từ 1,2% trong năm 2023 và 2) bộ đệm dự phòng mạnh hơn với LLR tăng lên 133% từ 101% trong năm 2023.

Như đã đề cập ở trên, sự gia tăng tỷ lệ nợ xấu (NPL) cho đến Q4/23 chủ yếu bắt nguồn từ KHCN và KHDN vừa và nhỏ, lần lượt chiếm 78% và 22% tổng cơ cấu nợ xấu. Giá trị nợ xấu hình thành mới giảm 50,6% trong Q4/23, quý giảm đầu tiên kể từ Q1/23. Ngoài ra, giá trị nợ Nhóm 2 của TCB đã giảm đáng kể 25,7% sv quý trước, đánh dấu quý thứ hai giảm liên tiếp.

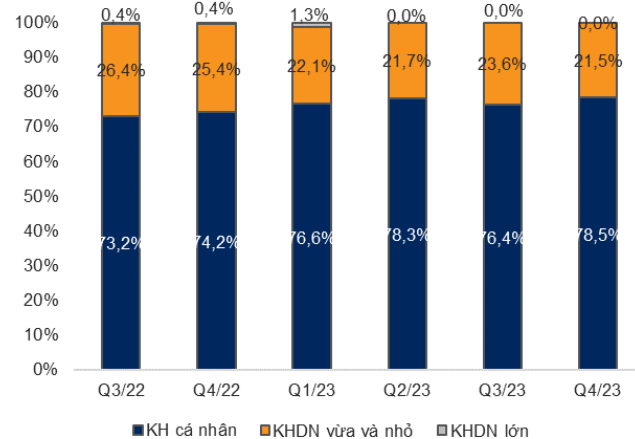
Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng xu hướng này sẽ tiếp tục do lãi suất cho vay đối với KHCN tiếp tục giảm do chi phí vốn (COF) giảm đáng kể, như đã đề cập ở trên. Ngoài ra, thu nhập của KHCN được cải thiện nhờ sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam và toàn cầu. Do đó, chúng tôi tin rằng chất lượng tài sản của TCB sẽ khả quan hơn trong năm 2024, giúp giảm áp lực trích lập dự phòng.

Hình 11: Nợ nhóm 2 kéo dài đã giảm kể từ Q2/22 (tỷ đồng)



Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Nợ xấu hầu như đến từ cá nhân và DN vừa và nhỏ



Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 50.600 đồng

Chúng tôi kết hợp định giá P/B và phương pháp thu nhập thặng dư với tỷ trọng bằng nhau là 50% để đưa ra mức giá mục tiêu là 50.600 đồng/cp. Trong năm tới, chúng tôi điều chỉnh chi phí VCSH do giảm lãi suất phi rủi ro xuống 2,24% (so với tỷ lệ trước đó là 2,7% khi lợi suất chính phủ 10 năm đã giảm) và [phần bù rủi ro](#) xuống 9,0% (trước đó là 9,6%).

Hình 13: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đ/cp)	Đóng góp (đ/cp)
Thu nhập thặng dư	50%	49.571	24.785
Hệ số P/B (1,2 lần cho năm 2024)	50%	51.616	25.808
Giá mục tiêu (đ/cp)			50.593
Giá mục tiêu (đ/cp, làm tròn)			50.600

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Giá định chính	2024	2025	2026	2027	2028	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro (lãi suất TPCP kì hạn 10 năm)	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%
Phần bù rủi ro	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
Beta	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
% ROE	17,3%	18,2%	19,6%	17,5%	17,5%	17,3%
Tăng trưởng dài hạn						3,00%
Giá trị sổ sách cuối kì	151.884	179.466	214.560	252.208	296.268	
(tỷ đồng)						
Thu nhập thặng dư	4.440	6.410	10.076	7.738	8.902	4.082
Giá trị chiết khấu	0,88	0,77	0,68	0,59	0,52	0,52
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	3.896	4.937	6.812	4.591	4.636	37.312
Giá trị sổ sách đầu kỳ	130.311					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	24.873					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	19.430					
Giá trị vốn chủ sở hữu	174.613					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	3.523					
Giá trị 1 cổ phiếu (đ/cp)	49.571					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Phân tích độ nhạy theo phương pháp thặng dư

		Tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
Chi phí vốn cổ phần	11.9%	56,383	58,269	60,577	63,466	67,188
	12.9%	51,682	52,966	54,508	56,396	58,759
	13.9%	47,708	48,552	49,549	50,748	52,215
	14.9%	44,304	44,819	45,421	46,133	46,988
	15.9%	41,356	41,623	41,931	42,291	42,716

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

P/B mục tiêu là 1,2 lần, thấp hơn 10% so với P/B hiện tại của ngành là 1,33 lần. Trong 5 năm qua, mức chênh lệch P/B trung bình của ngành và TCB là 14%. Đặc biệt, kể từ giai đoạn đầu năm 2022, mức chênh lệch đã tăng lên 30-40% do thách thức của thị trường bất động sản. Tuy nhiên, kể từ khi luật đất đai sửa đổi chính thức được thông qua vào ngày 24/1, kỳ vọng về sự phục hồi của lĩnh

vực bất động sản đã thu hẹp mức chênh lệch xuống 17% vào cuối ngày 24/2. Với dự đoán thị trường bất động sản đang dần ấm lên nhờ 1) môi trường lãi suất thấp và 2) luật đất đai mới giải quyết các vấn đề chính, chúng tôi tin rằng chênh lệch P/B của ngành và P/B của TCB sẽ tiếp tục thu hẹp xuống còn 10% vào cuối năm 2024. Do đó, P/B mục tiêu hợp lý cho TCB trong năm 2024 là 1,2 lần - giảm 10% so với mức P/B của ngành là 1,33 lần.

Hình 16: P/B của TCB so với dữ liệu lịch sử



Sources: TCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: P/B của TCB so với P/B trung bình ngành



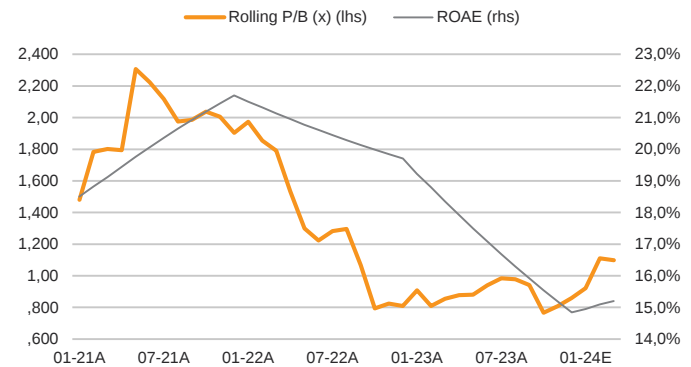
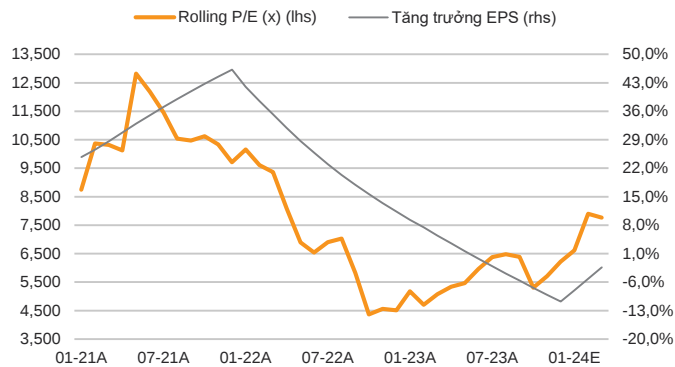
Sources: TCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: So sánh các ngân hàng Việt Nam (giá cập nhật đến ngày 11/03/2023)

Banks	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (tỷ USD)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng EPS kép 3 năm (%)	ROA (%)		ROE (%)	
						2024	2025	2024	2025		2024	2025	2024	2025
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	94.100	99.900	21,3	2,2	1,9	11,4	10,5	10,7%	1,9%	1,9%	21,5%	19,5%
VietinBank	CTG VN	Khả quan	34.150	34.200	7,4	1,1	1,0	9,7	8,6	16,7%	1,2%	1,2%	16,9%	16,5%
NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng	VPB VN	Khả quan	18.550	25.700	6,0	0,8	0,8	7,6	6,0	32,3%	2,2%	2,4%	13,3%	15,4%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	22.950	34.500	4,9	1,1	0,9	5,5	5,0	11,9%	2,3%	2,2%	22,6%	20,7%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	26.750	28.300	4,2	1,0	0,8	5,1	4,4	15,6%	2,4%	2,4%	22,5%	20,9%
NHTMCP HDBank	HDB VN	Khả quan	23.100	29.600	2,7	1,2	0,9	5,1	4,3	24,6%	2,1%	2,1%	26,2%	24,5%
NHTMCP Quốc tế VIB	VIB VN	Khả quan	21.300	25.900	2,2	1,1	0,9	4,9	4,1	19,6%	2,6%	2,6%	25,2%	23,4%
NHTMCP TPBank	TPB VN	Khả quan	18.500	27.400	1,7	1,0	0,9	6,0	5,6	9,6%	1,8%	1,7%	18,7%	16,9%
NHTMCP LPBank	LPB VN	Trung lập	16.550	15.700	1,7	1,0	0,8	6,1	5,5	16,0%	1,4%	1,4%	17,7%	16,5%
Average						1,2	1,0	6,8	6,0	17,4%	2,0%	2,0%	20,5%	19,4%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	40.400	50.600	5,8	0,9	0,8	6,3	5,2	23,7%	2,5%	2,6%	16,0%	16,6%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKDK

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
Thu nhập lãi thuần	27.691	33.814	40.567
Thu nhập lãi suất ròng	12.370	13.117	15.751
Tổng lợi nhuận hoạt động	40.061	46.931	56.318
Tổng chi phí hoạt động	(13.252)	(14.549)	(18.022)
LN trước dự phòng	26.809	32.382	38.296
Tổng trích lập dự phòng	(3.921)	(3.645)	(3.231)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	22.888	28.738	35.065
Thuế	(4.697)	(5.898)	(7.196)
Lợi nhuận sau thuế	18.191	22.840	27.869
Lợi ích cổ đông thiểu số	(187)	(235)	(287)
LN ròng	18.004	22.605	27.582

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tổng cho vay khách hàng	518.642	600.643	698.929
Cho vay các ngân hàng khác	104.072	119.683	137.636
Tổng cho vay	622.714	720.326	836.564
Chứng khoán - Tổng cộng	109.789	127.236	138.847
Các tài sản sinh lãi khác	27.284	31.370	36.067
Tổng các tài sản sinh lãi	759.787	878.932	1.011.478
Tổng dự phòng	(6.490)	(7.327)	(8.030)
Tổng cho vay khách hàng	512.514	593.714	691.337
Tổng tài sản sinh lãi ròng	753.297	871.605	1.003.448
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	3.621	4.083	4.603
Tổng đầu tư	3.046	3.435	3.873
Các tài sản khác	89.436	98.625	108.764
Tổng tài sản không sinh lãi	96.103	106.142	117.241
Tổng tài sản	849.400	977.747	1.120.689
Nợ khách hàng	454.661	522.860	627.432
Dư nợ tín dụng	84.703	110.114	121.126
Tài sản nợ chịu lãi	539.364	632.974	748.558
Tiền gửi	153.173	176.149	202.571
Tổng tiền gửi	692.537	809.123	951.129
Các khoản nợ lãi suất khác	0	0	0
Tổng các khoản nợ lãi suất	692.537	809.123	951.129
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	25.234	15.187	(11.746)
Tổng nợ không lãi suất	25.234	15.187	(11.746)
Tổng nợ	717.771	824.310	939.383
Vốn điều lệ và	35.225	35.225	35.225
Thặng dư vốn cổ phần	1.032	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	49.025	71.630	99.212
Các quỹ thuộc VCSH	45.029	45.029	45.029
Vốn chủ sở hữu	130.311	151.884	179.466
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.318	1.553	1.839
Tổng vốn chủ sở hữu	131.629	153.437	181.305
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	849.400	977.747	1.120.689

	12-23A	12-24E	12-25E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	26,9%	15,0%	20,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	23,3%	15,8%	16,4%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	(8,6%)	22,1%	20,0%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	(2,5%)	20,8%	18,3%
Tăng trưởng LN ròng	(10,7%)	25,6%	22,0%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	22,5%	15,7%	15,1%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	5.115	6.417	7.830
BVPS (VND)	36.994	43.118	50.948
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	(10,8%)	25,5%	22,0%

Các chỉ số chính

	12-23A	12-24E	12-25E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,0%	4,1%	4,3%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(33,1%)	(31,0%)	(32,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,2%	0,9%	0,7%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,2%	0,9%	0,7%
LN/ TB cho vay	0,8%	0,7%	0,5%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	13,3%	13,9%	14,3%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	96,2%	94,9%	93,4%
Biên lợi và độ đàn hồi			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,2%	7,5%	7,6%
Chi phí cho các quỹ	4,6%	3,7%	3,6%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,6%	3,7%	3,9%
ROAE	14,8%	16,0%	16,6%

Nguồn: VND RESEARCH

KHUYẾN CÁO

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

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

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

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

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

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

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

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Vũ Mạnh Hùng – Chuyên viên phân tích

Email: hung.vumanh3@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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