

## TECHCOMBANK (TCB) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND36.050	VND66.400	0,00%	KHẢ QUAN	Tài chính

Ngày 07/06/2022

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

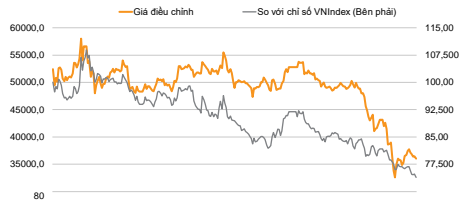
Consensus\*: Mua:15 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -4,5%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Hạ P/BV mục tiêu xuống 2,0 lần từ mức 2,1 lần
- Giảm giá mục tiêu 5%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	58.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	32.600
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	278.226
Thị giá vốn (tỷ VND)	127.973
Free float (%)	77
P/E trượt (x)	7,01
P/B hiện tại (x)	1,37

### Cơ cấu sở hữu

Masan Group	15,0%
Chairman & family	10,0%
Nguyen Canh Son	3,3%
Khác	71,7%

Nguồn: VNDirect Research

### Chuyên viên phân tích:



**Trần Thị Thu Thảo**

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Lạc quan trong dài hạn

- Lợi nhuận (LN) ròng Q1/22 tăng 25,2% svck nhờ tín dụng tăng trưởng lành mạnh, thu nhập phí ổn định và chi phí tín dụng được kiểm soát tốt.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của TCB sẽ tăng 26% svck trong 2022 nhờ tăng trưởng tín dụng tốt (22% svck), NIM ổn định và tỷ lệ chi phí tín dụng giảm.
- Khuyến nghị Khả quan với mức giá mục tiêu thấp hơn là 66.400 đồng/cp.

### Quy định chặt chẽ về thị trường vốn đã khiến nhà đầu tư có những cái nhìn tiêu cực về TCB...

Chính phủ đã ra quy định kiểm soát dòng tín dụng vào lĩnh vực bất động sản và giám sát thận trọng hơn về việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN). Quy định về thị trường TPDN (Nghị định 153) đang được sửa đổi một cách chặt chẽ hơn để đảm bảo tính bền vững của thị trường vốn Việt Nam. Theo VBMA, lượng phát hành TPDN tăng mạnh 42% svck nhưng chủ yếu đến từ phát hành riêng lẻ (chiếm 95% tổng lượng phát hành). Do có tỷ lệ cho vay lĩnh vực bất động sản cao và nắm giữ lượng TPDN lớn trong danh mục tín dụng, nhà đầu tư đã có những góc nhìn tiêu cực đối với TCB, dẫn đến sự sụt giảm mạnh 27% về giá cổ phiếu từ đầu tháng 4/2022.

### ...nhưng đây sẽ là cơ hội để bắt đầu mua vào và nắm giữ

Việc thị trường điều chỉnh mạnh vừa qua đã đẩy định giá của TCB về vùng rất hấp dẫn. TCB đang giao dịch ở mức P/BV dự phóng 2022 chỉ 1,1 lần - thấp hơn 23% so với trung bình ngành là 1,46 lần dù TCB là một ngân hàng sở hữu nền tảng vững chắc, khả năng sinh lời mạnh mẽ và bảng cân đối kế toán lành mạnh. Chúng tôi cho rằng TCB sẽ ít chịu ảnh hưởng liên quan đến việc thắt chặt quy định nói trên nhờ vào tỷ lệ an toàn vốn cao nhất toàn ngành, qua đó giúp giảm thiểu mọi rủi ro ngay cả khi ngân hàng tích cực đẩy mạnh cho vay bất động sản (chiếm 32,2% tổng tín dụng và 68% tổng cho vay khách hàng doanh nghiệp) và TPDN (17% tổng tín dụng). Hơn nữa, dù sự giám sát thị trường vốn đã gây ra một số rào cản ngắn hạn, điều này là rất cần thiết cho sự phát triển bền vững của một thị trường vốn non trẻ như Việt Nam; với vị thế lớn trên thị trường TPDN, TCB sẽ tận dụng được tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ này trong tương lai.

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng LN ròng cho TCB (+26% svck), tuy nhiên hạ P/BV mục tiêu từ 2,1 lần xuống 2,0 lần để phản ánh những khó khăn của thị trường hiện tại. Kết hợp phương pháp P/BV và phương pháp định giá thu nhập thặng dư, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 66.400 đồng/cp (giảm 5% so với trước đó). Rủi ro bao gồm (i) lạm phát cao hơn dự kiến và (ii) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.

### Kết quả Q1/22: Vẫn khả quan như thường lệ

Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ (+28,5% svck) và NIM tăng 6% svck đã mang lại tăng trưởng thu nhập lãi thuần 32,5% svck cho TCB. Thu nhập từ phí tăng 35,3% svck, nhờ vào phí IB và phí thanh toán. Mặt khác, chi phí dự phòng giảm mạnh 74% svck (tỷ lệ chi phí tín dụng còn 0,6% từ 0,9% năm 2021). LN ròng của TCB tăng 25,2% svck lên 5,5 nghìn tỷ đồng, đạt 24,2% dự báo của chúng tôi.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	18.751	26.699	32.895	40.365
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,9%	5,7%	5,6%	5,7%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	27.379	37.076	45.628	55.096
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(2.611)	(2.665)	(2.788)	(3.284)
LN ròng (tỷ)	12.325	18.038	22.712	27.489
Tăng trưởng LN ròng	22,3%	46,4%	25,9%	21,0%
EPS điều chỉnh	3.515	5.136	6.457	7.815
BVPS	21.179	26.264	32.268	40.098
ROAE	18,1%	21,7%	22,1%	21,6%

**LẠC QUAN TRONG DÀI HẠN**

**Việc thắt chặt quy định của Chính phủ đối với thị trường vốn đã dẫn đến tình trạng bán tháo mạnh trên thị trường chứng khoán Việt Nam và TCB không là ngoại lệ...**

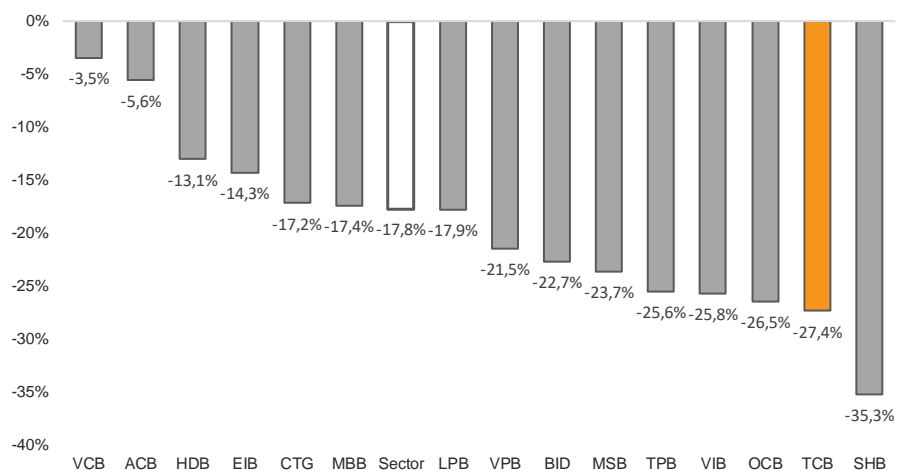
Kể từ tháng 4/2022, Chính phủ đã chỉ thị giám sát chặt chẽ việc phát hành và giao dịch TPDN. Theo VBMA, khối lượng phát hành TPDN năm 2021 tăng mạnh 42% svck nhưng chủ yếu đến từ phát hành riêng lẻ (chiếm 95% tổng lượng phát hành), được biết đến với nhiều trường hợp huy động vốn sai mục đích, sai quy định.

Để giảm thiểu rủi ro, tăng cường tính minh bạch và bền vững của thị trường, bảo vệ các nhà đầu tư và doanh nghiệp, Bộ Tài chính đã và đang rà soát khung pháp lý với các điều kiện chặt chẽ hơn đối với các tổ chức phát hành, đặc biệt là phát hành riêng lẻ. Quy định về thị trường TPDN, Nghị định 153/2020/NĐ-CP - quy định về phát hành riêng lẻ, kinh doanh trái phiếu riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán TPDN trên thị trường quốc tế - đang được sửa đổi và bổ sung. Việc này nhằm giám sát, thanh tra các tổ chức tín dụng đầu tư vào TPDN, cung cấp dịch vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán, đầu tư, phân phối TPDN, đặc biệt là trái phiếu của doanh nghiệp bất động sản, doanh nghiệp có khối lượng phát hành lớn, lãi suất cao, kết quả kinh doanh âm và không có tài sản đảm bảo/tài sản đảm bảo kém chất lượng.

Ngoài ra, Nghị định 304/CĐ-TTg 2022, liên quan đến phát hành trái phiếu và đấu giá quyền sử dụng đất, yêu cầu tất cả các bộ, ngành và cơ quan liên quan tiến hành điều tra về bất kỳ hành vi thao túng nào trên thị trường cổ phiếu, trái phiếu và bất động sản. Mọi kết quả điều tra sẽ được báo cáo lại trước ngày 30/4/2022.

Chúng tôi hiểu rằng những hành động, chỉ thị nói trên nhằm tăng cường tính minh bạch và bền vững của thị trường và nâng cao uy tín của Việt Nam trên thị trường quốc tế. Tuy nhiên, những sự việc trên đã dẫn đến những hệ quả tiêu cực ngắn hạn khi hàng loạt giám đốc/chủ doanh nghiệp Việt Nam đã bị bắt giữ, theo đó mang lại tâm lý tiêu cực cho thị trường chứng khoán Việt Nam. Có thể thấy, chỉ số VN-Index đã điều chỉnh mạnh 15,4% kể từ mức đỉnh vào đầu tháng 4/2022, chủ yếu do tâm lý bán tháo của các nhà đầu tư nhỏ lẻ và hiệu ứng “margin call”. Với sự liên quan mật thiết đến lĩnh vực bất động sản và thị trường TPDN, ngành ngân hàng nói chung và TCB nói riêng cũng ghi nhận đà giảm giá rất mạnh kể từ đó.

**Hình 1: TCB đã điều chỉnh mạnh 27,4% kể từ ngày 22 tháng 4 (mức giảm của ngành: 18%)**



Nguồn: VNDIRECT Research

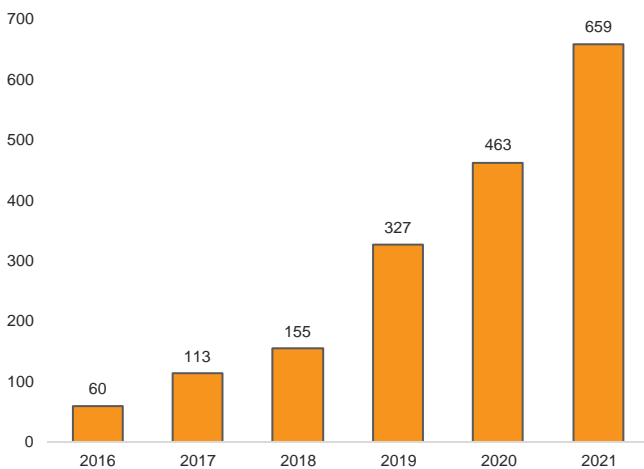
**... Tuy nhiên chúng tôi tin rằng đây là cơ hội tốt để tích lũy một ngân hàng tốt như TCB**

Mặc dù TCB có tỷ lệ cho vay bất động sản cao (68% tổng cho vay khách hàng doanh nghiệp và 32% tổng tín dụng) và nắm giữ khối lượng TPDN lớn (17% tổng tín dụng), chúng tôi cho rằng TCB sẽ ít gặp rủi ro hơn liên quan vụ việc trên nhờ vào mô hình kinh doanh ổn định và bền vững sẵn có.

TCB có mối liên hệ chặt chẽ với các tập đoàn lớn tại Việt Nam như Vingroup (VIC VN, không đánh giá) và Masan Group (MSN VN, không đánh giá). Quy mô lớn của các công ty này cho phép TCB xây dựng một hệ sinh thái riêng của mình, và từ đó TCB có thể khai thác toàn bộ chuỗi cung ứng của các công ty này. Hệ sinh thái này không chỉ giúp TCB mở rộng tệp khách hàng của mình mà còn giúp ngân hàng giảm thiểu được rủi ro tín dụng. Khi cung cấp dịch vụ tín dụng cho các doanh nghiệp này, TCB có thể theo dõi tình hình hoạt động tài chính của khách hàng và đảm bảo rằng họ có đủ khả năng để thực hiện đầy đủ các nghĩa vụ trả nợ. Mặt khác, TCB có thể tiếp cận khách hàng có thu nhập cao, hay còn gọi là phân khúc khách hàng cao cấp (khoảng 93% danh mục cho vay bán lẻ của TCB đến từ tệp khách hàng này). Phân khúc khách hàng lý tưởng này có thể giúp TCB quảng bá rộng rãi thẻ tín dụng, tăng doanh số bán bảo hiểm và đặc biệt là đẩy mạnh hoạt động mua/bán TPDN vì tệp khách hàng nói trên có nhu cầu đầu tư cao trong khi lại không ẩn chứa quá nhiều rủi ro. Nhắc lại, sự giám sát nói trên của Chính phủ chỉ nhằm vào các sai phạm trong thị trường TPDN và thị trường bất động sản, mà chúng tôi tin rằng TCB sẽ không chịu ảnh hưởng đáng kể nào.

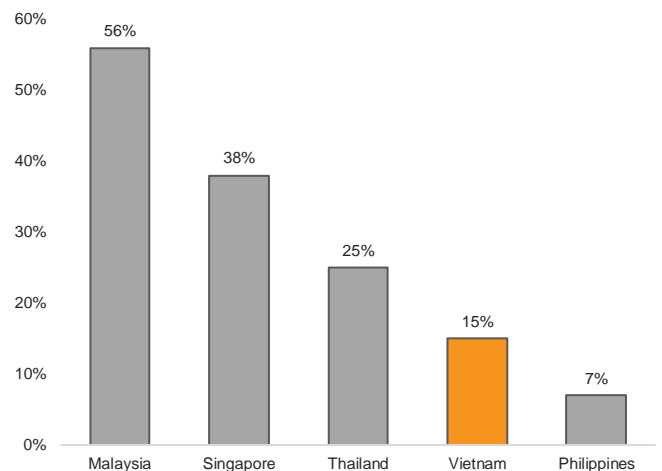
Mặc dù việc thắt chặt luật lệ đã mang lại một số khó khăn ngắn hạn đến thị trường nói chung, nhưng hành động này là rất cần thiết cho sự tăng trưởng bền vững của một thị trường vốn non trẻ như Việt Nam, theo quan điểm của chúng tôi. Theo VBMA, giá trị TPDN đang lưu hành ước tính vào khoảng 659 tỷ đồng vào cuối năm 2021, tương ứng với tốc độ CAGR là 61,5% trong năm 2016-2021 (hình 2). Mặc dù có tốc độ tăng trưởng vượt bậc, nhưng TPDN mới chỉ chiếm 12% trong tổng tín dụng năm ngoái; và quy mô thị trường (giá trị phát hành TPDN trên GDP) vẫn còn rất nhỏ so với các nước khác trong khu vực (Hình 3). Với vị thế dẫn đầu ở thị trường TPDN trong nước, TCB sẽ có đủ khả năng nắm bắt được xu hướng tăng trưởng mạnh mẽ của thị trường vốn Việt Nam trong những năm sắp tới.

**Hình 2: Giá trị phát hành TPDN có CAGR đạt 61,5% giai đoạn 2016-2021 (Đơn vị: tỷ đồng)**



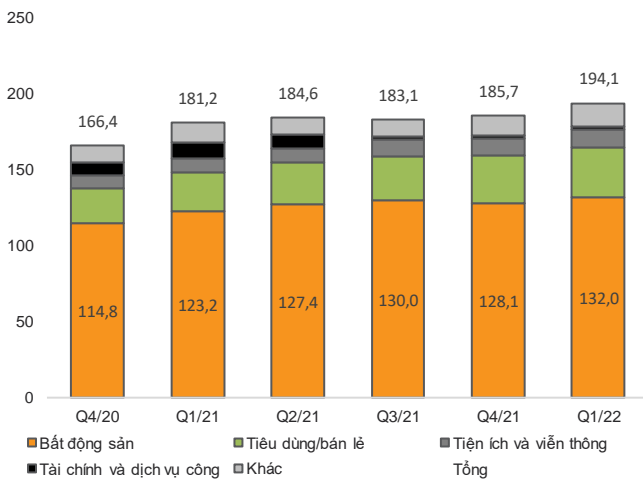
Nguồn: VBMA

**Hình 3: Quy mô thị trường TPDN chiếm 15% GDP - vẫn còn nhỏ so với các thị trường khác trong khu vực**



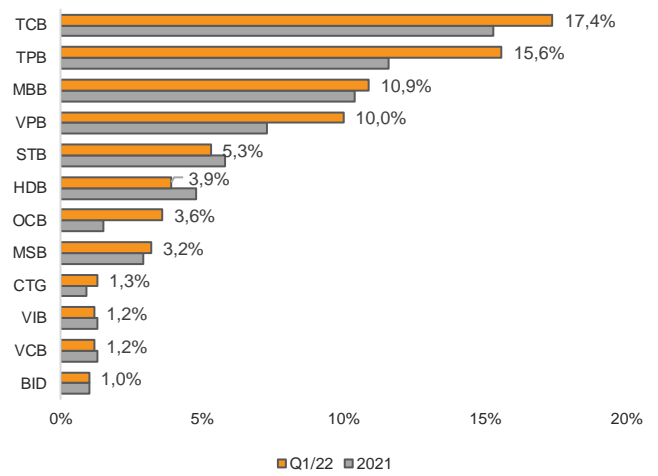
Nguồn: VBMA

Hình 4: Cơ cấu cho vay theo ngành nghề của TCB (Đơn vị: nghìn tỷ đồng). Bất động sản chiếm 68% danh mục cho vay khách hàng doanh nghiệp



Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Hình 5: TCB nắm giữ lượng trái phiếu lớn trong danh mục và có tỷ trọng TPDN/tổng tín dụng cao nhất so với các ngân hàng khác



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT Research

### Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu 66.400đ/cp

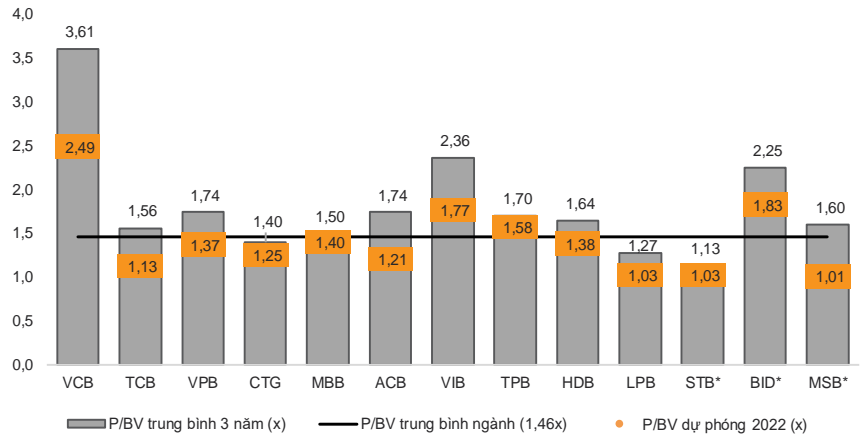
Ở mức giá hiện tại, TCB đang giao dịch với P/BV dự phóng là 1,1 lần, thấp hơn 23% so với mức trung bình 1,47 lần của toàn ngành mặc dù TCB là một ngân hàng có nền tảng ngân hàng vững chắc, lợi thế cạnh tranh rõ ràng, khả năng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ và bảng cân đối kế toán lành mạnh. Chúng tôi cho rằng TCB xứng đáng được định giá ở mức P/BV là 2,0 lần để phản ánh một cách đầy đủ hơn về tiềm năng và giá trị nội tại của TCB.

Hình 6: So sánh các ngân hàng Việt Nam (giá ngày 06/06/2021)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa		Vốn hóa tỷ USD	P/BV (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm %	ROE %		ROA %	
			Nội tệ	Nội tệ		2022	2023	2022	2023		2022	2023	2022	2023
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	79.700	95.600	16,3	2,6	2,3	16,7	13,9	20,8%	20,0%	20,9%	1,7%	1,8%
VPBank	VPB VN	Khả quan	30.600	44.900	5,9	1,4	1,2	9,0	7,3	24,5%	17,6%	18,3%	2,5%	2,6%
Vietinbank	CTG VN	Khả quan	27.200	40.600	5,6	1,2	1,1	10,9	9,3	16,3%	16,3%	16,9%	1,0%	1,1%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	36.050	66.400	5,5	1,1	0,9	5,6	4,6	20,6%	22,1%	21,6%	3,6%	3,7%
NHTM CP Quân Đội	MBB VN	Khả quan	27.250	40.800	4,4	1,4	1,1	6,7	5,5	21,7%	24,5%	24,1%	2,5%	2,6%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	25.300	41.800	3,7	1,2	1,0	5,8	4,9	17,1%	23,6%	22,4%	2,1%	2,1%
NH TMCP Quốc Tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	26.150	46.400	2,4	1,8	1,4	6,5	6,4	19,3%	26,7%	24,7%	2,1%	2,0%
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	30.700	41.100	2,1	1,5	1,2	8,0	6,5	23,0%	20,9%	21,1%	1,9%	2,1%
HDBank	HDB VN	Khả quan	25.300	35.900	2,2	1,4	0,9	6,8	4,5	21,5%	23,6%	23,6%	2,0%	2,0%
NH TMCP Bưu Điện Liên Việt	LPB VN	Khả quan	14.400	21.300	0,9	1,0	0,7	5,7	4,5	26,8%	17,8%	18,8%	1,1%	1,2%
<b>Trung bình</b>						<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>8,2</b>	<b>6,7</b>	<b>21,2%</b>	<b>21,3%</b>	<b>21,2%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,1%</b>
<b>Techcombank</b>	<b>TCB VN</b>	<b>Khả quan</b>	<b>36.050</b>	<b>66.400</b>	<b>5,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>5,6</b>	<b>4,6</b>	<b>20,6%</b>	<b>22,1%</b>	<b>21,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>2,6%</b>

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 7: Hầu hết các ngân hàng đều đang ghi nhận định giá dưới mức P/BV trung bình 3 năm



Nguồn: VNDIRECT Research

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng LN ròng cho TCB (+26% svck), tuy nhiên hạ P/BV mục tiêu từ 2,1 lần xuống 2,0 lần để phản ánh những khó khăn của thị trường hiện tại. Kết hợp phương pháp P/BV và phương pháp định giá thu nhập thặng dư, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 66.400 đồng/cp (giảm 5% so với giá mục tiêu trước đó).

Mặt khác, việc IPO tiềm năng của công ty chứng khoán TCBS cũng là một tiềm năng tăng giá mạnh mẽ cho TCB. Rủi ro suy giảm bao gồm (i) lạm phát cao hơn dự kiến, dẫn đến tăng trưởng tín dụng thấp hơn và (ii) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.

Hình 8: Định giá thu nhập thặng dư

Giá định chính	2022	2023	2024	2025	2026	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Phần bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	102,0%	102,0%	102,0%	102,0%	102,0%	102,0%
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
Giá trị sổ sách đầu kỳ	92.211					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	43.408					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	103.699					
Giá trị vốn chủ sở hữu	239.318					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	3.511					
Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)	<b>68.164</b>					

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 9: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	68.164	34.082
Hệ số P/B (2 lần cho năm 2022)	50%	64.536	32.268
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			66.350
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			<b>66.400</b>

Nguồn: VNDIRECT Research



KQKD Q1/22: vẫn tốt như thường lệ

Hình 10: So sánh KQKD Q1/22 của TCB

	Q1/22	Q1/21	% svck	Q4/21	% sv quý trước	Dự phòng của VND	% hoàn thành dự phòng	Ghi chú
Thu nhập lãi thuần	8.111	6.124	32,5%	7.245	12,0%	32.895	24,7%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi
Thu nhập ngoài lãi	2.001	2.808	-28,8%	2.914	-31,3%	12.733	15,7%	Thấp hơn dự báo do trích lập dự phòng đầu tư chứng khoán
Tổng thu nhập hoạt đ	10.112	8.932	13,2%	10.159	-0,5%	45.628	22,2%	
Chi phí hoạt động	(3.108)	(2.563)	21,3%	(3.392)	-8,4%	(13.688)	22,7%	
Lợi nhuận trước dự p	7.004	6.369	10,0%	6.767	3,5%	31.940	21,9%	
Chi phí dự phòng	(218)	(851)	-74,3%	(627)	-65,2%	(2.788)	7,8%	Thấp hơn dự báo của chúng tôi
LNTT	6.785	5.518	23,0%	6.140	10,5%	29.152	23,3%	
LN ròng	5.505	4.397	25,2%	4.592	19,9%	22.712	24,2%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 11: Các chỉ số chính theo quý (%)

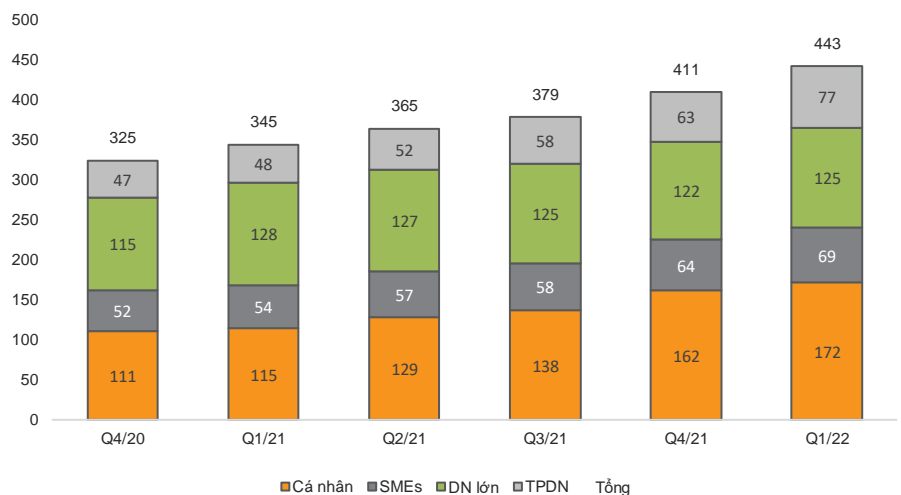
	Q1/19	Q2/19	Q3/19	Q4/19	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22
NII/TOI	78,1%	68,2%	69,5%	58,9%	69,9%	66,8%	68,7%	70,3%	68,6%	71,6%	76,8%	71,3%	80,2%
Non-II/TOI	21,9%	31,8%	30,5%	41,1%	30,1%	33,2%	31,3%	29,7%	31,4%	28,4%	23,2%	28,7%	19,8%
NIM	4,2%	4,1%	4,2%	4,3%	4,5%	4,5%	4,8%	4,9%	5,2%	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%
CIR	36,6%	33,6%	33,5%	35,3%	35,4%	31,2%	33,2%	29,7%	28,7%	28,1%	29,9%	33,4%	30,7%
NPL	1,8%	1,8%	1,8%	1,3%	1,1%	0,9%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,6%	0,7%	0,7%
LLR	87,7%	77,1%	77,1%	94,8%	117,9%	108,6%	148,0%	171,0%	219,4%	258,9%	184,4%	162,9%	160,8%
Tỷ lệ chi phí tín dụng	0,7%	0,6%	0,4%	0,5%	0,7%	0,9%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	0,8%	0,9%	0,6%
ROAA	2,8%	2,7%	2,7%	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,3%	3,6%	3,7%	3,6%	3,6%
ROAE	18,6%	17,0%	17,2%	17,8%	17,7%	17,6%	17,7%	18,1%	20,0%	21,5%	22,1%	21,7%	21,7%

Nguồn: VNDIRECT Research

Nhìn chung, thu nhập lãi thuần của TCB tăng trưởng 32,5% svck lên 8,1 nghìn tỷ đồng trong Q1/22, dẫn dắt bởi tăng trưởng tín dụng tốt và NIM cải thiện nhẹ

- TCB ghi nhận tăng trưởng tín dụng 8% kể từ đầu năm tính đến cuối Q1/22 (28,5% svck) đạt 443 nghìn tỷ, chủ yếu nhờ tín dụng cá nhân tăng trưởng mạnh, đạt 172 nghìn tỷ đồng (+49% svck, chiếm 39% tổng tín dụng). Tăng trưởng SMEs và tín dụng bán buôn lần lượt là 29% svck và -2% svck.

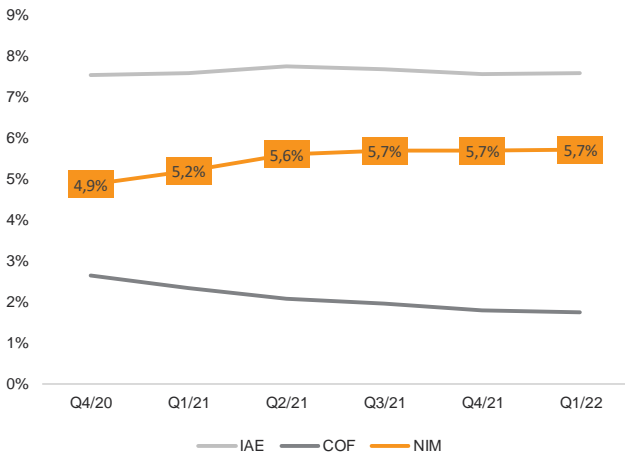
Hình 12: Danh mục tín dụng của TCB theo quý (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT Research

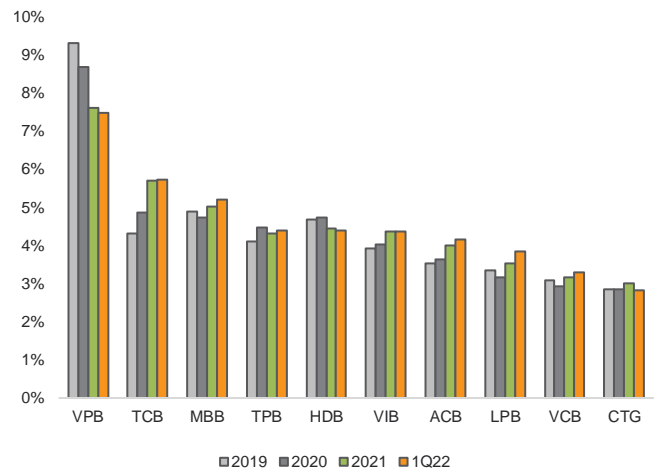
- TCB đã tạo ra sự khác biệt với các ngân hàng khác khi luôn tập trung nâng cao tỷ lệ CASA. Cuối Q1/22, ngân hàng ghi nhận CASA đạt mức 50,4% (cuối 2021 là 50,5%) - cao nhất trong toàn ngành (trung bình ngành chỉ là 24% trong 2021); cùng với lãi suất huy động thấp đã giúp chi phí huy động vốn của TCB duy trì thấp chỉ còn 2,2%. Kết hợp với lợi suất tài sản không đổi ở mức 7,3%; NIM của TCB ghi nhận tăng nhẹ 6 điểm cơ bản lên 5,7%.

**Hình 13: TCB vẫn duy trì biên lãi thuần cao trong Q1/22...**



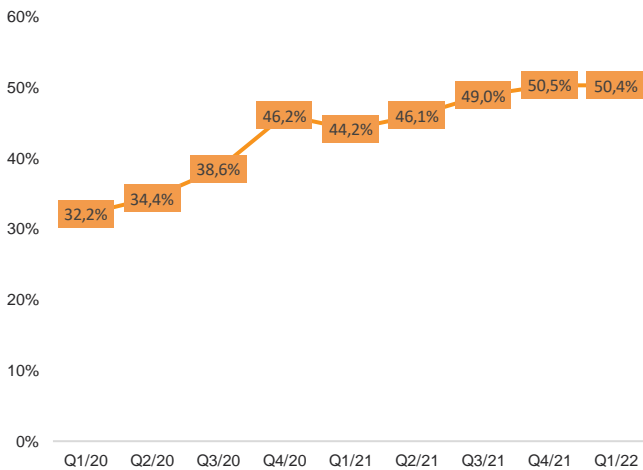
Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

**Hình 14: ... và vẫn thuộc top các ngân hàng có NIM cao nhất toàn ngành**



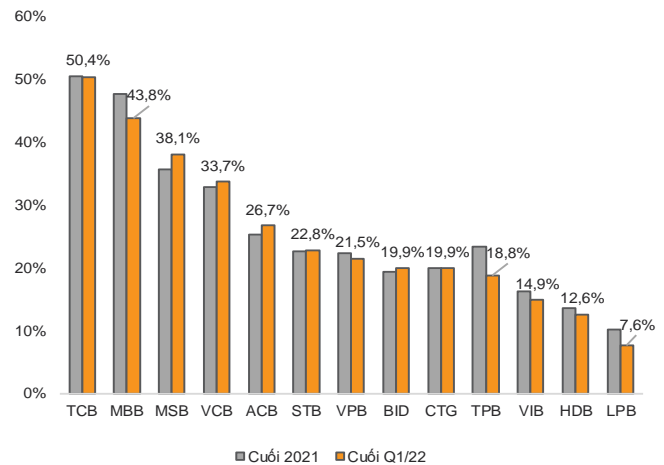
Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT Research

**Hình 15: Tỷ lệ CASA của TCB luôn được cải thiện...**



Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

**Hình 16: ... và luôn dẫn đầu ngành**



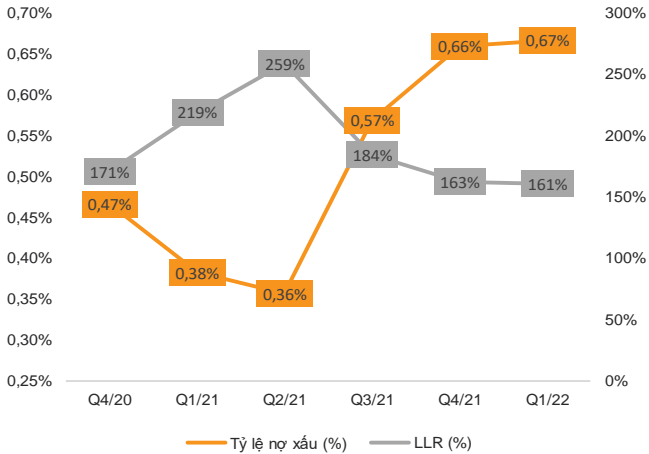
Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT Research

Thu nhập ngoài lãi (Non-ILI) giảm 29% svck do trích lập dự phòng lớn ở hoạt động đầu tư chứng khoán. Mặt khác, thu nhập từ phí vẫn tăng trưởng ổn định 24% svck chủ yếu nhờ phí ngân hàng đầu tư IB +35,3% svck, phí dịch vụ +55%, ngoại hối +53,4%; bù trừ cho sự sụt giảm thu nhập từ bảo hiểm (-6% svck do ảnh hưởng từ chủng Omicron).

Mặc dù chi phí hoạt động của TCB tăng 21% svck do đầu tư mạnh vào công nghệ thông tin và phát triển nguồn nhân lực, tỷ lệ chi phí/thu nhập hoạt động (CIR) vẫn ghi nhận ở mức tốt 30,7% từ 30% trong 2021.

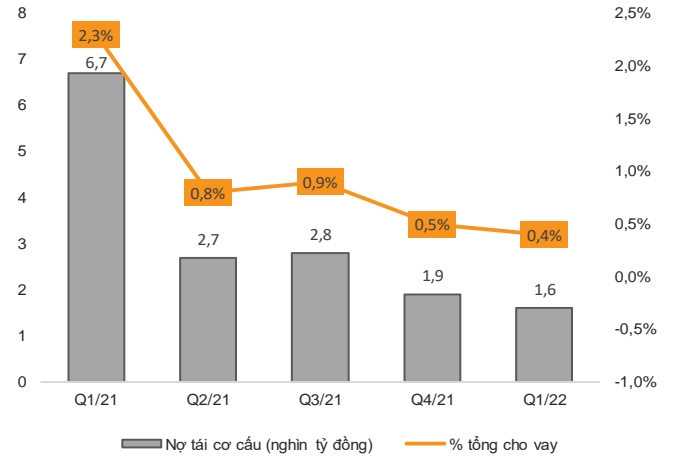
Chi phí dự phòng giảm mạnh 74% svck (tỷ lệ chi phí tín dụng là 0,6% từ mức 0,9% năm 2021). Nợ xấu tăng gấp đôi theo chúng tôi là không đáng lo ngại vì tỷ lệ nợ xấu vẫn ở mức thấp là 0,67% vào cuối Q1/22 (năm 2021 là 0,66%). Dự phòng tổn thất cho vay tăng 57,6% svck, tương đương LLR 161% vào cuối Q1/22 (162,8% cuối 2021).

**Hình 17: Chất lượng tài sản vẫn lành mạnh**



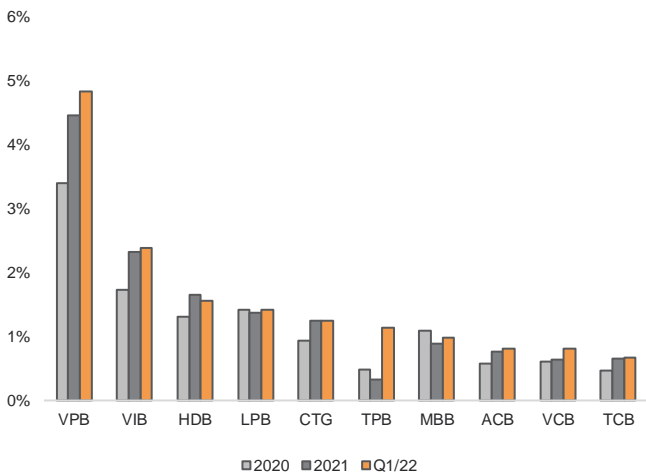
Nguồn: VNDIRECT Research

**Hình 18: Nợ tái cơ cấu tiếp tục xu hướng giảm**



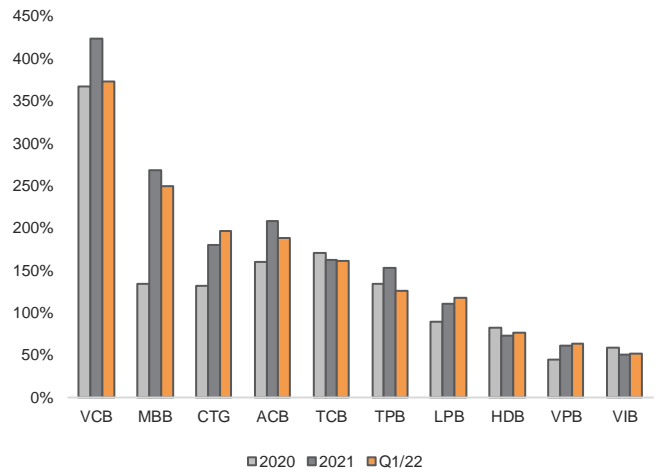
Nguồn: VNDIRECT Research

**Hình 19: Tỷ lệ nợ xấu của TCB thấp nhất toàn ngành**



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT Research

**Hình 20: và tỷ lệ bao nợ xấu vẫn duy trì ở mức cao so với các ngân hàng khác**



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT Research



### Dự phóng cho giai đoạn 2022-24: duy trì triển vọng tươi sáng

Chúng tôi dự báo tăng trưởng cho vay của TCB là 22%/21% trong giai đoạn 2022-23 (CARG giai đoạn 2019-21 là 22,7%). Do hệ số CAR ghi nhận mức cao nhất trong ngành (15% vào cuối 2021), TCB có thể được cấp hạn mức tín dụng tốt hơn so với các ngân hàng khác trong năm nay. Tuy vậy, TCB khó có thể đạt tăng trưởng tín dụng hơn những năm vừa qua do những hạn chế từ các quy định siết chặt tín dụng nói trên đem lại.

Chúng tôi ước tính NIM của TCB sẽ duy trì ở mức 5,7% trong 2022-23 nhờ (i) lợi suất cho vay cải thiện thông qua việc tiếp tục tập trung mở rộng cho vay cá nhân và (ii) CASA ổn định ở mức cao nhất trong ngành. TCB vẫn còn dư địa để tăng cho vay cá nhân nhờ (i) tỷ lệ LDR thấp (75%) vào cuối 2021 và (ii) danh mục cho vay khách hàng cá nhân vẫn ở mức vừa phải (chiếm 47% trong tổng dư nợ). Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng TCB có thể tiếp tục duy trì tỷ lệ CASA cao do TCB đã là ngân hàng tiên phong trong việc áp dụng chính sách Zero fee với một nền tảng công nghệ vững chắc nhằm tạo lợi ích tối đa cho khách hàng. Tổng kết lại, chúng tôi tin rằng TCB là một trong số ít ngân hàng Việt Nam có thể duy trì được hệ số NIM cao bất chấp lãi suất huy động sẽ gia tăng trong năm nay.

*Lãi suất tiền gửi sẽ khó duy trì ở mức thấp và sẽ bắt đầu tăng trở lại trong năm nay do (1) nhu cầu huy động vốn tăng dựa trên (1) tín dụng tăng trưởng, (2) sự cạnh tranh từ các kênh đầu tư hấp dẫn như bất động sản và chứng khoán và nhất là (3) áp lực lạm phát. Theo đó, lãi suất tiền gửi sẽ tăng 30-50 điểm cơ bản trong năm 2022, theo ước tính của chúng tôi. Thực tế, kể từ tháng 5/2022, lãi suất đã bắt đầu tăng mạnh tại hầu hết các ngân hàng tư nhân.*

Chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ phí sẽ giữ được đà tăng trưởng mạnh 20% svck trong 2022-23, nhờ vào mảng phí dịch vụ và bảo hiểm.

Chúng tôi dự báo chi phí hoạt động trong 2022-23 sẽ tăng trưởng 22,5%/20,8% svck do TCB có kế hoạch tiếp tục đầu tư vào chuyển đổi số để củng cố lợi thế cạnh tranh hiện có của mình; CIR sẽ duy trì ở mức 30% trong 2022-23.

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí tín dụng trong 2022-23 sẽ giảm xuống còn 0,7% từ 0,9% trong 2021 dựa trên chất lượng tài sản vững chắc vốn có của ngân hàng. Chúng tôi ước tính chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của TCB sẽ tăng 4,6%/17,8% trong 2022-23.

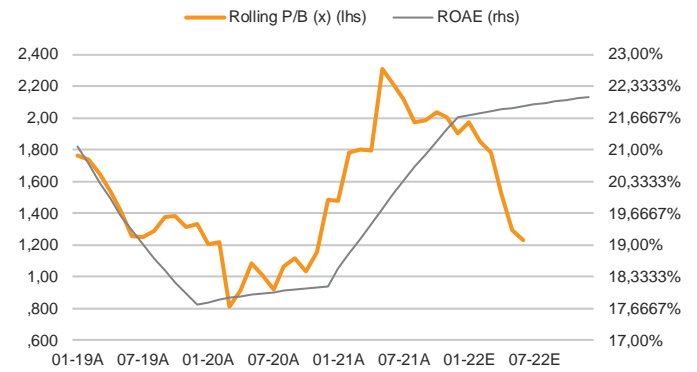
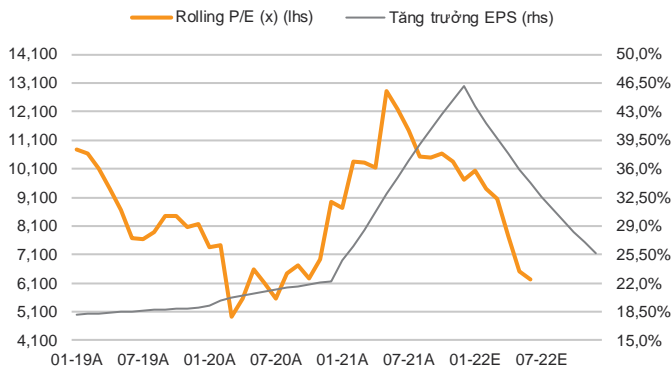
Kết luận, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của TCB sẽ tăng 26%/21% svck trong 2022-23, lần lượt đạt 22,7 nghìn tỷ đồng và 27,4 nghìn tỷ đồng. ROE tiếp tục cải thiện lên 22% (từ 21,7% trong 2021).

**Hình 21: Dự phóng của VND cho TCB giai đoạn 2022-24**

	Dự phóng (tỷ đồng)				Tăng trưởng (%)		
	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Thu nhập lãi thuần	26.699	32.895	40.365	49.330	23,2%	22,7%	22,2%
NIM (%)	5,70%	5,65%	5,73%	5,83%			
Thu nhập ngoài lãi	10.378	12.733	14.731	16.644	22,7%	15,7%	13,0%
Tổng thu nhập hoạt động	37.076	45.628	55.096	65.974	23,1%	20,8%	19,7%
Chi phí hoạt động	(11.173)	(13.688)	(16.529)	(19.792)	22,5%	20,8%	19,7%
Thu nhập trước dự phòng	25.903	31.940	38.567	46.182	23,3%	20,8%	19,7%
Chi phí dự phòng	(2.665)	(2.788)	(3.284)	(3.634)	4,6%	17,8%	10,7%
Tỷ lệ chi phí tín dụng (%)	0,85%	0,72%	0,70%	0,64%			
LNTT	23.238	29.152	35.283	42.548	25,4%	21,0%	20,6%
LN ròng	18.038	22.712	27.489	33.149	25,9%	21,0%	20,6%

Nguồn: VNDIRECT Research

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKDK**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>26.699</b>	<b>32.895</b>	<b>40.365</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>10.378</b>	<b>12.733</b>	<b>14.731</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>37.076</b>	<b>45.628</b>	<b>55.096</b>
Tổng chi phí hoạt động	(11.173)	(13.688)	(16.529)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>25.903</b>	<b>31.940</b>	<b>38.567</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(2.665)</b>	<b>(2.788)</b>	<b>(3.284)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>23.238</b>	<b>29.152</b>	<b>35.283</b>
Thuế	(4.840)	(5.976)	(7.233)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>18.399</b>	<b>23.176</b>	<b>28.050</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(361)	(464)	(561)
<b>LN ròng</b>	<b>18.038</b>	<b>22.712</b>	<b>27.489</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tổng cho vay khách hàng	347.341	424.151	513.904
Cho vay các ngân hàng khác	70.584	84.701	101.641
<b>Tổng cho vay</b>	<b>417.925</b>	<b>508.852</b>	<b>615.546</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	103.363	123.762	147.909
Các tài sản sinh lãi khác	4.909	5.645	6.209
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>526.197</b>	<b>638.259</b>	<b>769.664</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(4.442)</b>	<b>(5.406)</b>	<b>(6.427)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>343.606</b>	<b>419.556</b>	<b>508.371</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>521.755</b>	<b>632.852</b>	<b>763.237</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	3.579	3.865	4.174
Tổng đầu tư	1.102	1.190	1.285
Các tài sản khác	41.949	44.957	48.182
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>46.629</b>	<b>50.012</b>	<b>53.642</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>568.384</b>	<b>682.864</b>	<b>816.879</b>
Nợ khách hàng	314.753	372.982	438.254
Dư nợ tín dụng	33.680	41.089	50.129
Tài sản nợ chịu lãi	348.432	414.071	488.383
Tiền gửi	112.459	137.200	167.384
Tổng tiền gửi	460.891	551.271	655.766
Các khoản nợ lãi suất khác	0	0	0
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>460.891</b>	<b>551.271</b>	<b>655.766</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	14.437	16.994	18.463
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>14.437</b>	<b>16.994</b>	<b>18.463</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>475.328</b>	<b>568.265</b>	<b>674.229</b>
Vốn điều lệ và	35.109	35.109	35.109
Thặng dư vốn cổ phần	476	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	47.469	70.182	97.671
Các quỹ thuộc VCSH	9.156	8.000	8.000
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>92.211</b>	<b>113.291</b>	<b>140.780</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	845	1.308	1.869
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>93.056</b>	<b>114.599</b>	<b>142.650</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>568.384</b>	<b>682.864</b>	<b>816.879</b>

	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	13,4%	18,5%	17,5%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	25,2%	22,1%	21,2%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	42,4%	23,2%	22,7%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	40,7%	23,3%	20,8%
Tăng trưởng LN ròng	46,4%	25,9%	21,0%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	28,1%	21,3%	20,6%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	5.145	6.469	7.830
BVPS (VND)	26.264	32.268	40.098
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	46,1%	25,7%	21,0%

**Các chỉ số chính**

	12-21A	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,7%	5,6%	5,7%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(30,1%)	(30,0%)	(30,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,7%	0,7%	0,7%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,7%	0,7%	0,7%
LN/ TB cho vay	0,9%	0,7%	0,7%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	15,1%	16,3%	16,8%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	99,7%	102,4%	105,2%
<b>Biên lợi và độ đàn trái</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,6%	7,6%	7,9%
Chi phí cho các quỹ	2,2%	2,3%	2,5%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	5,3%	5,3%	5,4%
ROAE	21,7%	22,1%	21,6%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

### Khuyến nghị ngành

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

## KHUYẾN CÁO

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

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

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

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

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

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

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

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

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

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