

TECHCOMBANK (TCB) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND38.750

Giá mục tiêu

VND62.300

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Tài chính

Ngày 30/08/2022

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Tích cực

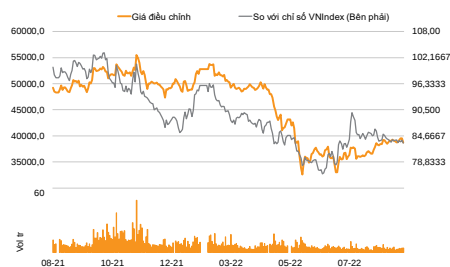
Consensus*: Mua:14 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -0,3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm 1%/4% dự phóng EPS 2022-23
- Hạ giá mục tiêu thấp hơn 6% so với giá mục tiêu trước đó

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	55.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	32.600
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	167.325
Thị giá vốn (tỷ VND)	138.681
Free float (%)	77
P/E trượt (x)	6,7
P/B hiện tại (x)	1,3

Cơ cấu sở hữu

Masan Group	15,0%
Chủ tịch và người thân	14,0%
Nguyễn Thị Phương Hoa	2,2%
Khác	68,8%

Nguồn: TCB

Chuyên viên phân tích:



Trần Thị Thu Thảo

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Nền tảng cơ bản bền vững bất chấp trở ngại

- TCB ghi nhận lợi nhuận (LN) ròng Q2/22 tăng 23,1% svck và 6T22 tăng 24,1% svck, hoàn thành 50% dự phóng của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng LN của TCB sẽ tăng 25%/18% trong 2022-23.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 62.300đ/cp

Nửa đầu 2022 tích cực

Thu nhập lãi thuần (NII) Q2/22 tăng 18,3% svck dựa trên tăng trưởng tín dụng 20,8% svck và NIM ổn định (5,8%). Thu nhập ngoài lãi tăng 23,8% svck do doanh số bán bảo hiểm (+68% svck), bù đắp cho dịch vụ ngân hàng đầu tư giảm 23% svck. Đáng chú ý, chi phí trích lập dự phòng giảm 56% svck (tỷ lệ chi phí tín dụng giảm từ 0,9% cuối năm 2021 xuống còn 0,3%) chủ yếu nhờ hoàn nhập nợ tái cơ cấu, theo đó LN ròng Q2/22 tăng mạnh 23,1% svck và LN ròng 6T22 tăng 24,1% svck lên 11.305 tỷ đồng, đạt 50% dự phóng của chúng tôi. Khả năng sinh lời ROA và ROE vẫn duy trì vị trí dẫn đầu ngành, lần lượt là 3,6% và 22%.

Các quy định chặt chẽ trên thị trường vốn làm dấy lên lo ngại đối với TCB

Chính phủ đã đặt mục tiêu kiểm soát dòng tín dụng vào lĩnh vực bất động sản (BDS) và giám sát chặt chẽ hơn về việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) khi Nghị định 153/2020/NĐ-CP đang được sửa đổi nhằm đảm bảo tính minh bạch của thị trường vốn. Do tỷ trọng cho vay BDS và nắm giữ TPDN chiếm phần lớn trong danh mục tín dụng (lần lượt 67% và 11%), nhà đầu tư đã có những góc nhìn tiêu cực đối với TCB, dẫn đến giá cổ phiếu giảm mạnh 22% kể từ tháng 4/2022 (so với mức giảm khoảng 15% của toàn ngành ngân hàng).

Chuyển dịch sang phân khúc cho vay cá nhân nhằm cân bằng rủi ro

Chúng tôi vẫn tin rằng TCB có đủ khả năng để vượt qua những rủi ro trên nhờ nền tảng vững chắc với tỷ lệ an toàn vốn cao nhất toàn ngành (CAR: 15,7%) và chất lượng tài sản lành mạnh (NPL 0,6% và LLR 171,6% cuối Q2/22). Mặt khác, TCB đã đa dạng hóa danh mục tín dụng của mình: tính đến cuối Q2/22, dư nợ TPDN giảm 21,4% so với đầu năm trong khi cho vay cá nhân tăng 27% so với đầu năm (chiếm 46,6% so với mức 39,5% cuối năm 2021) chủ yếu nhờ cho vay mua nhà - phân khúc lợi suất hấp dẫn (chiếm 82% tổng cho vay cá nhân). Theo quan điểm của chúng tôi, điều này sẽ giúp TCB giảm thiểu rủi ro tín dụng cũng như chất lượng tài sản và duy trì NIM cao trong giai đoạn nửa cuối năm trở đi.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 62.300đ/cp

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng tín dụng của TCB từ 22%/20% xuống 13,5%/17% cho năm 2022-23, tuy vậy LN ròng dự kiến vẫn tăng trưởng tốt 25%/18% nhờ NIM ổn định (5,6%) và tỷ lệ chi phí tín dụng giảm mạnh. Hiện TCB đang được định giá ở mức hấp dẫn chỉ 1,2 lần P/B dự phóng 2022, tương đương mức -1SD và thấp hơn 17% so với trung bình ngành dù ngân hàng vẫn duy trì nền tảng cơ bản vững chắc và khả năng sinh lời mạnh mẽ. Chúng tôi duy trì P/B mục tiêu là 2 lần nhưng giảm 1%/4% EPS 2022-23, từ đó hạ giá mục tiêu còn 62.300 đ/cp (-6% so với giá mục tiêu cũ). Việc IPO công ty chúng khoán TCBS sẽ là một động lực tăng giá mạnh mẽ cho TCB. Rủi ro giảm giá bao gồm (i) lạm phát cao hơn dự kiến, (ii) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến và (iii) khó khăn kéo dài trên thị trường BDS và TPDN.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	18.751	26.699	31.854	37.186
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,9%	5,7%	5,6%	5,6%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	27.379	37.076	44.073	51.196
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(2.611)	(2.665)	(1.928)	(1.854)
LN ròng (tỷ)	12.325	18.052	22.557	26.503
Tăng trưởng LN ròng	22,3%	46,5%	25,0%	17,5%
EPS điều chỉnh	3.515	5.140	6.413	7.535
BVPS	21.179	26.264	32.224	39.773
ROAE	18,1%	21,7%	22,0%	21,0%

Nguồn: VNDIRECT Research

NỀN TẢNG CƠ BẢN BỀN VỮNG BẤT CHẤP TRỞ NGẠI

Sơ lược thị trường tài chính Việt Nam: Hướng tới một thị trường minh bạch và bền vững hơn

Kể từ tháng 4/2022, Chính phủ đã có những định hướng nhằm kiểm soát dòng tín dụng vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hơn về việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN)...

Thị trường bất động sản: Thận trọng cho vay với những phân khúc rủi ro

Theo NHNN, cho vay đối với BĐS (đối với cả cho vay dự án và cho vay mua nhà) đã đạt hơn 2,36 triệu tỷ đồng (chiếm hơn 20% tổng tín dụng) vào cuối tháng 6/2022 (+14,1% so với đầu năm), cao hơn mức tăng trưởng tín dụng hệ thống là 9,4% so với đầu năm. Cụ thể, các khoản vay dự án và vay mua nhà lần lượt chiếm 67% và 33% tổng cho vay bất động sản.

Mặc dù không có "quy định/văn bản chính thức" nào liên quan đến việc NHNN thắt chặt dòng tín dụng vào thị trường BĐS, nhưng việc cho vay BĐS đã chậm lại kể từ Q2/22 do...

- Cho vay BĐS thường là các khoản vay trung và dài hạn. Theo Thông tư 08/2020, tỷ lệ tối đa lấy vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn sẽ giảm từ mức 37% xuống 34% từ ngày 1/10/2022 trở đi. Do đó, các ngân hàng sẽ phải chú ý nhiều hơn đến việc quản lý rủi ro thanh khoản và do đó sẽ không để dư nợ cho vay BĐS tăng lên quá mạnh.
- Áp lực lạm phát là một trở ngại đối với tăng trưởng tín dụng, do đó NHNN sẽ phải cân nhắc kỹ lưỡng khi cấp thêm hạn mức tín dụng cho các ngân hàng thương mại. Vì BĐS có tỷ lệ rủi ro cho vay rất cao là 200% so với các lĩnh vực khác, chúng tôi tin rằng NHNN sẽ ưu tiên cho các ngân hàng có tỷ trọng cho vay BĐS/không cho vay BĐS để cấp thêm tín dụng trong bối cảnh này. Trong khi đó, các ngân hàng cũng đã và đang hạn chế cho vay BĐS để bảo đảm tính an toàn vốn và chất lượng tài sản.
- Thông tư 39/2016/TT-NHNN có khả năng sửa đổi gồm các điều kiện không cho (1) vay góp vốn, chuyển nhượng cổ phần...; (2) vay để hỗ trợ các dự án tương lai mà chưa có giấy phép xây dựng, quyền sử dụng đất...; (3) vay để trả nợ. Do đó, các ngân hàng sẽ không giải ngân đối với những người mua các dự án không có đầy đủ giấy tờ pháp lý và các chủ đầu tư sẽ không thể nhận được các khoản vay tái cấp vốn để phục vụ các hợp đồng BCC.

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp: Chờ đợi Nghị định 153 sửa đổi

Theo VBMA, khối lượng phát hành TPDN tăng mạnh 42% so với cùng kỳ năm 2021, tuy nhiên chủ yếu đến từ phát hành riêng lẻ (chiếm 95% tổng số phát hành) được biết đến với những trường hợp huy động vốn sai mục đích. Để giảm thiểu rủi ro, tăng cường tính minh bạch 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 trên thị trường quốc tế - đang được sửa đổi với những nội dung chính sau...

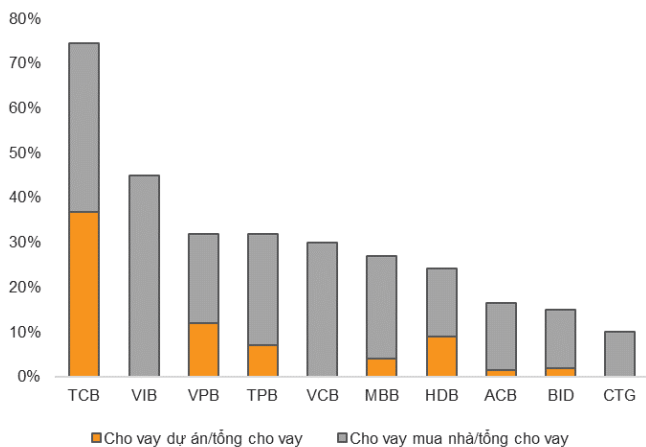
- Nhà đầu tư chuyên nghiệp (những NĐT đủ điều kiện mua TPDN riêng lẻ) bắt buộc phải nắm giữ khoản đầu tư chứng khoán trong 2 năm liên tục với giá trị danh mục tối thiểu 2 tỷ đồng. Nếu không, cá nhân chỉ được mua TPDN do công ty đại chúng phát hành qua tài sản đảm bảo/bảo lãnh thanh toán.
- Doanh nghiệp không được phát hành trái phiếu để góp vốn, mua cổ phần, trái phiếu của doanh nghiệp khác, cho người khác vay vốn...
- Tổng dư nợ trái phiếu tại thời điểm phát hành không cao hơn quá 3 lần so với tổng VCSH trên cơ sở báo cáo tài chính đã được kiểm toán trong quý gần nhất. Kết quả kinh doanh của năm liền kề trước năm phát hành phải có lãi và không ghi nhận lỗ lũy kế.

Các quy định chặt chẽ về thị trường vốn đã khiến NĐT có cái nhìn tiêu cực về TCB...

Mặc dù những điều chỉnh nói trên sẽ giúp thị trường vốn Việt Nam minh bạch và bền vững hơn trong tương lai, nhưng nó đã mang lại tâm lý tiêu cực cho thị trường chứng khoán và diễn biến của ngành ngân hàng trong thời gian vừa qua.

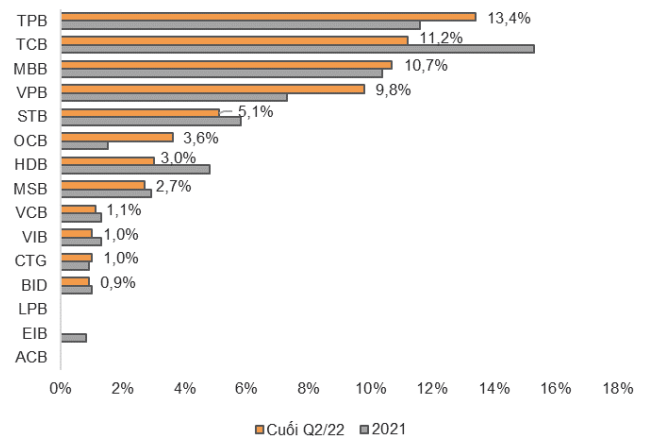
Do tập trung vào cho vay BĐS và TPDN (67% và 11,2% tổng tín dụng), nhà đầu tư đã có những cái nhìn tiêu cực đối với TCB, dẫn đến thị giá cổ phiếu giảm 22% kể từ tháng 4/2022 (so với mức giảm 15% của ngành ngân hàng).

Hình 1: TCB có dư nợ cho vay BĐS lớn (74% trên tổng cho vay; 67% trên tổng tín dụng)



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

Hình 2: Lượng nắm giữ TPDN của TCB so với các công ty cùng ngành (tỷ lệ dư nợ TPDN/tín dụng)



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

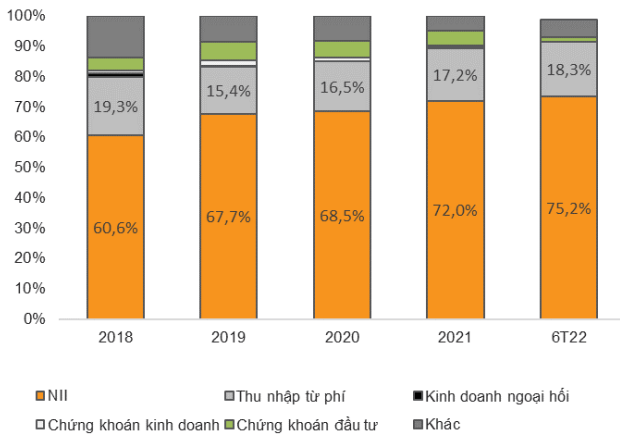
Chúng tôi tin rằng nền tảng cơ bản vững chắc sẽ giúp TCB giảm thiểu rủi ro nói trên

Với mối quan hệ bền chặt với các tập đoàn lớn tại Việt Nam (Vingroup vs Masan) và tập trung vào khách hàng có thu nhập cao, rủi ro về chất lượng tín dụng và tài sản của TCB đã được đảm bảo và điều này đã được chứng minh khi bảng cân đối kế toán của ngân hàng luôn duy trì rất lành mạnh. Tỷ lệ an toàn vốn CAR ghi nhận cao nhất trong số các ngân hàng. Bên cạnh đó, chất lượng tài sản duy trì ổn định: tỷ lệ nợ xấu giảm từ 0,66% cuối 2021 xuống 0,6% cuối Q2/22; LLR ở mức 171,6% vào cuối Q2/22 (162,9% vào cuối năm 2021). Ngân hàng vẫn nằm trong top các ngân hàng có nợ xấu thấp nhất và top 5 ngân hàng có LLR cao nhất toàn ngành.

Hơn nữa, TCB là công ty đi đầu trong việc tiên phong áp dụng chính sách Zero fee với một nền tảng công nghệ vững chắc nhằm tạo lợi ích tối đa cho khách hàng. Do đó, tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) của TCB đã giảm đáng kể trong những năm qua. Một điều quan trọng nữa là TCB đã tăng tỷ lệ CASA 1 cách rất nhanh chóng và đây là một trong những lợi thế mạnh mẽ để ngân hàng cải thiện NIM lên mức cao nhất so với các công ty cùng ngành (ngoại trừ VPB do có cho vay tài chính tiêu dùng).

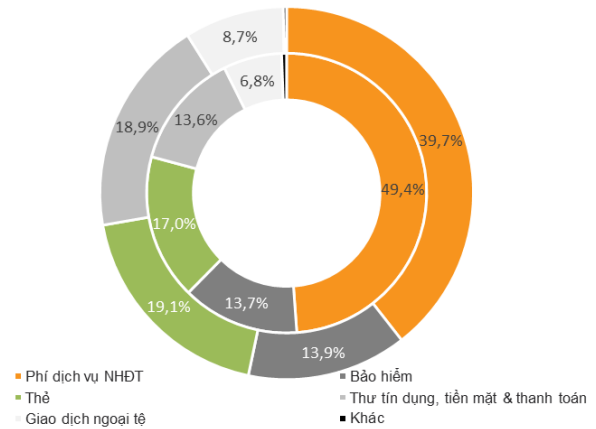
Mặt khác, thị trường TPDN Việt Nam vẫn đang còn non trẻ và nhiều dư địa phát triển. Mặc dù ghi nhận tốc độ tăng trưởng mạnh (CAGR 61,5% trong năm 2016-21, theo VBMA), giá trị TPDN mới chỉ chiếm khoảng 15% tổng tín dụng. Quy mô thị trường (giá trị TPDN/GDP) vẫn còn nhỏ so với các nước trong khu vực (Malaysia 56%, Singapore 38%, Thái Lan 25%...). Theo quan điểm của chúng tôi, với vị thế tốt trong lĩnh vực này, TCB sẽ chiếm ưu thế trong sự phát triển của thị trường vốn Việt Nam trong tương lai.

Hình 3: Các nguồn thu nhập trên tổng thu nhập hoạt động (TOI) của TCB



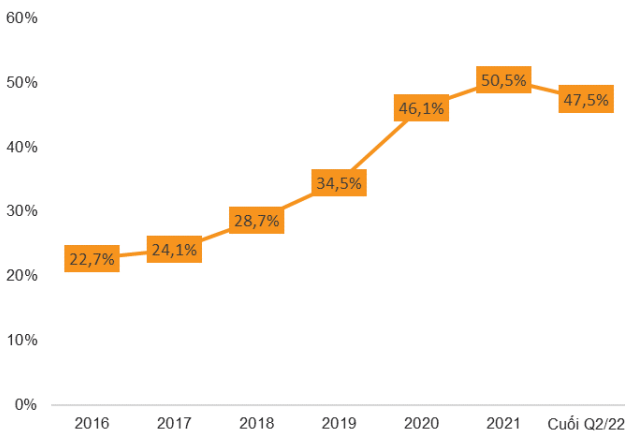
Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Hình 4: Phí IB chiếm phần lớn trong tổng thu nhập từ phí
Vòng ngoài đại diện cho 6T22, vòng trong đại diện cho 6T21



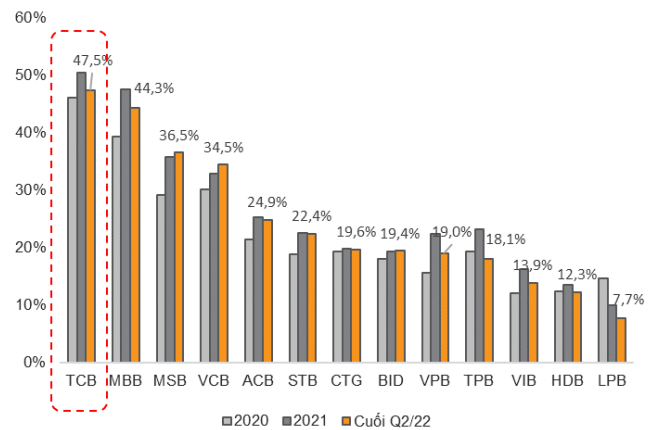
Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Hình 5: CASA của ngân hàng tăng mạnh trong thời gian qua...



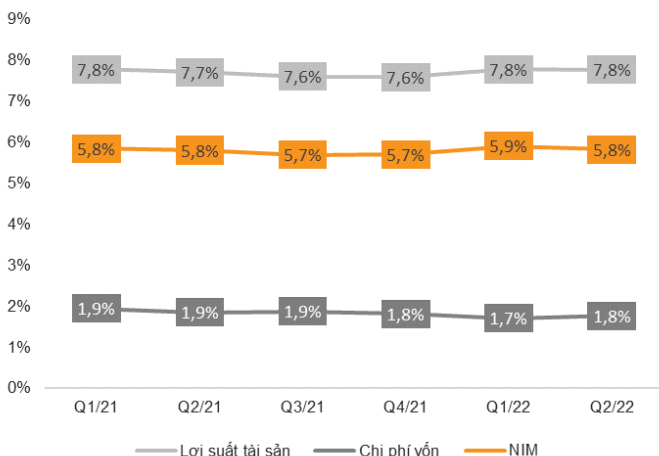
Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Hình 6: ... và đạt mức cao nhất trong ngành



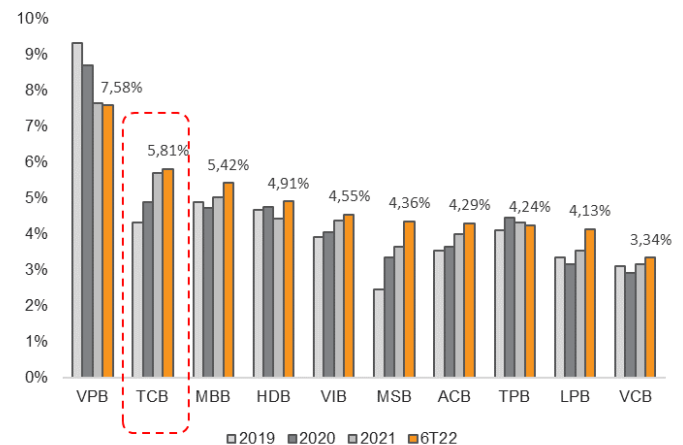
Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

Hình 7: NIM cao được duy trì qua các quý...



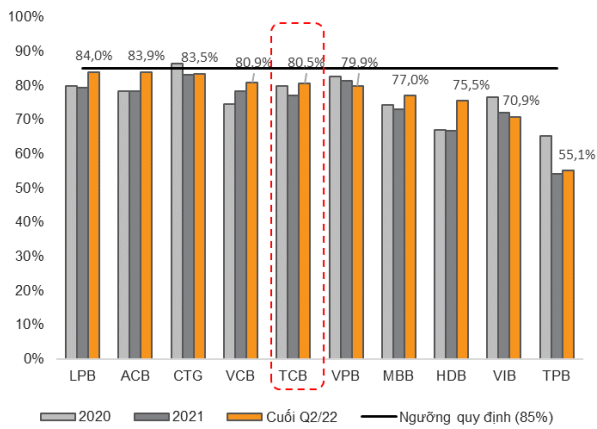
Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Hình 8: ... và ở mức cao nhất so với các NH (trừ VPB)



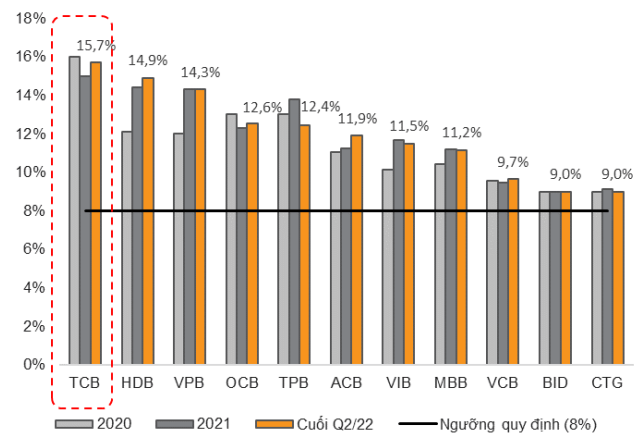
Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

Hình 9: Hệ số LDR vẫn thấp hơn quy định



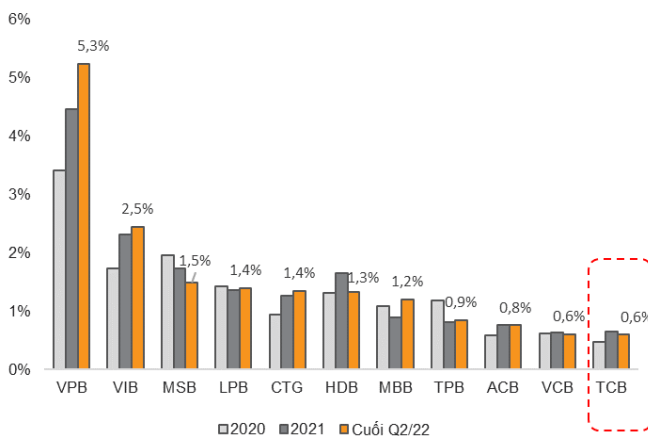
Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

Hình 10: CAR đạt mức cao nhất trong các NH (số liệu của các NHTM vốn NN là của Q1/22)



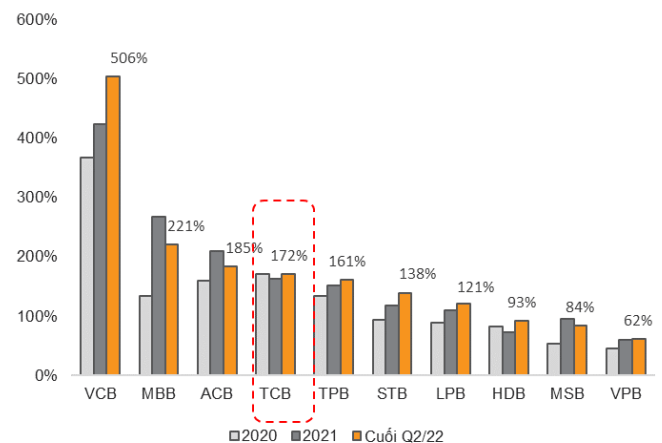
Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

Hình 11: TCB có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất trong ngành



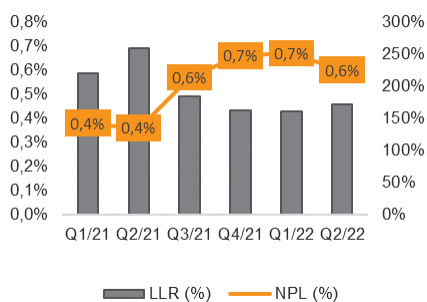
Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

Hình 12: ... và tỷ lệ LLR thuộc top các NH



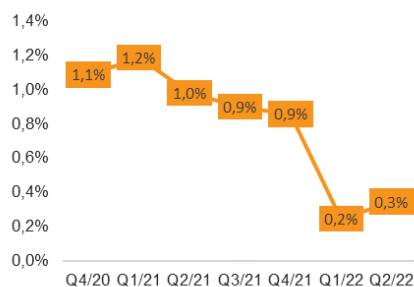
Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

Hình 13: Chất lượng tài sản lành mạnh



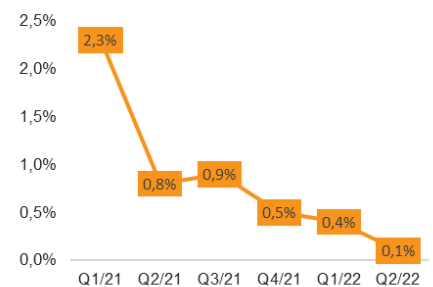
Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Hình 14: Chi phí tín dụng đang có xu hướng giảm



Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Hình 15: Tỷ lệ nợ tái cơ cấu giảm mạnh



Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

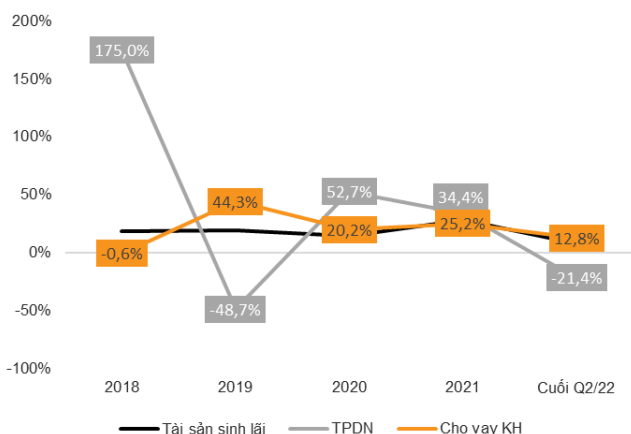
Ngoài ra, TCB đang tích cực chuyển dịch mạnh mẽ sang cho vay cá nhân nhằm cân bằng rủi ro

Tài sản sinh lãi của TCB tăng 7,8% sv đầu năm tính đến cuối Q2/22, trong đó dư nợ TPDN giảm 21,4% so với đầu năm (chiếm 11% tổng danh mục so với 15,3% vào cuối 2021) nhưng cho vay cá nhân tăng 12,8% so với đầu năm (69% so với 66% cuối 2021). Nhìn sâu hơn vào cơ cấu cho vay, cho vay bán lẻ đã tăng 26,8% so với đầu năm (chiếm 52,4% vào cuối Q2/22 so với 46,6% cuối 2021) trong khi các doanh nghiệp vừa & nhỏ và doanh nghiệp lớn chỉ lần lượt tăng 7,7% so với đầu năm và giảm 3,4% so với đầu năm.

Các khoản cho vay mua nhà - một phân khúc có lợi suất hấp dẫn - là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng cho vay bán lẻ của TCB (+28,8% sv đầu năm, chiếm 82% cơ cấu cho vay từ mức 78% vào cuối 2021). Mặt khác, thẻ tín dụng cũng ghi nhận kết quả tốt (+22,5% so với đầu năm, chiếm 7% trong cơ cấu cho vay).

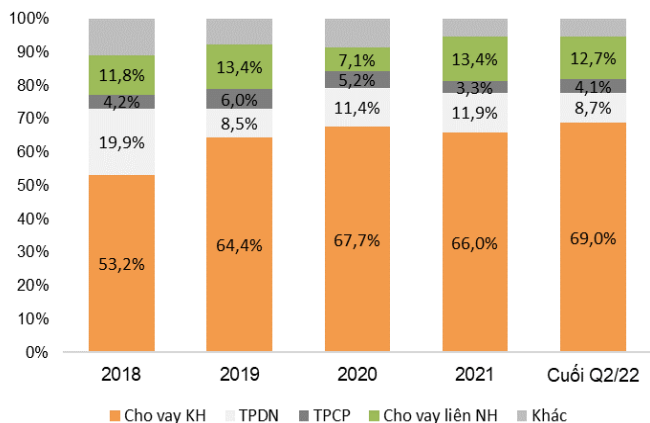
Tóm lại, đa dạng hóa danh mục đã giúp TCB giảm thiểu rủi ro tín dụng cũng như chất lượng tài sản. Hơn nữa, nhờ chuyển đổi kịp thời sang phân khúc cho vay cá nhân, một phân khúc có lợi suất tốt hơn so với cho vay doanh nghiệp, TCB đã bảo toàn được lợi suất tài sản của mình và vượt qua những khó khăn liên quan đến TPDN, từ đó duy trì NIM, tăng trưởng LN và khả năng sinh lời tốt như đã được chứng minh trong kết quả kinh doanh 6T22 của ngân hàng.

Hình 16: Tăng trưởng cho vay tích cực bù đắp cho danh mục TPDN giảm



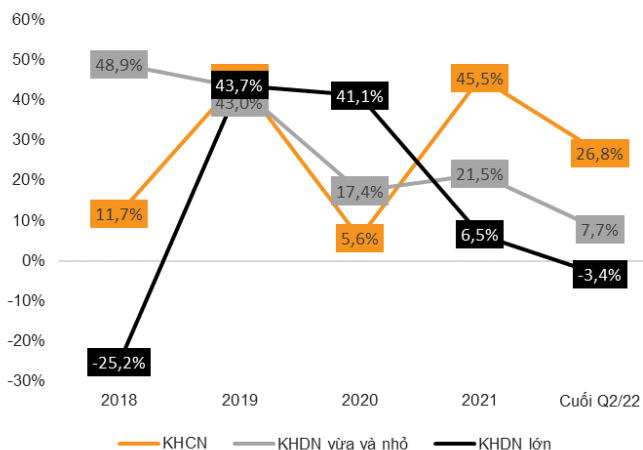
Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Hình 17: Cơ cấu tài sản sinh lãi của TCB dần chuyển sang cho vay khách hàng



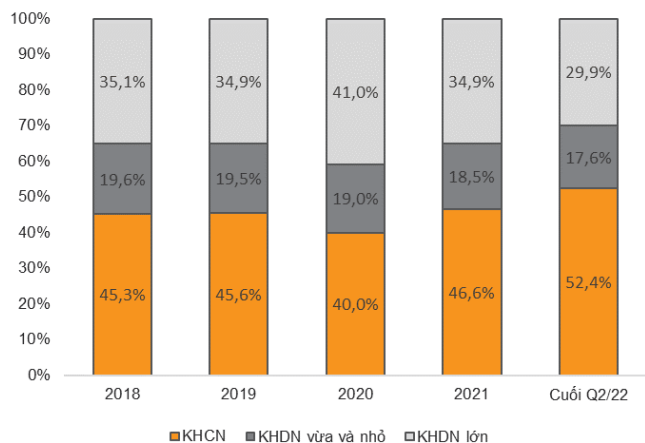
Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Hình 18: Cho vay cá nhân dẫn dắt tăng trưởng...



Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Hình 19: ... và tỷ trọng theo đó tăng lên trong tổng cơ cấu cho vay



Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

KQKD 6T22: Như kỳ vọng của chúng tôi

Hình 20: So sánh KQKD Q2/22 và 6T22 (đơn vị tỷ đồng, trừ khi có chú thích khác)

	Q2/22	Q2/21	% svck	6T22	6T21	% svck	Dự báo VNDIRECT	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	7.794	6.588	18,3%	15.905	12.712	25,1%	32.895	48,4%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
Thu nhập ngoài lãi	3.242	2.618	23,8%	5.243	5.427	-3,4%	12.733	41,2%	Thấp hơn dự phóng do khoản lỗ thu nhập đầu tư
Tổng thu nhập HĐKD	11.036	9.206	19,9%	21.148	18.138	16,6%	45.628	46,3%	
Chi phí hoạt động	(3.297)	(2.591)	27,3%	(6.406)	(5.154)	24,3%	(13.688)	46,8%	
LN trước dự phòng	7.739	6.615	17,0%	14.742	12.985	13,5%	31.940	46,2%	
Chi phí dự phòng	(417)	(598)	-30,2%	(636)	(1.448)	-56,1%	(2.788)	22,8%	Tốt hơn kỳ vọng do hoàn nhập nợ tái cơ cấu
LN trước thuế	7.321	6.018	21,7%	14.106	11.536	22,3%	29.152	48,4%	
LN ròng	5.800	4.711	23,1%	11.305	9.108	24,1%	22.712	49,8%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi

Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Hình 21: Các chỉ số chính của TCB theo từng 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	Q2/22
Thu nhập lãi thuần/tổng thu nhập	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%	70,6%
Thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập	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%	29,4%
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%	5,8%
Chi phí/thu nhập	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%	29,9%
Tỷ lệ nợ xấu (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%	0,6%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (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%	171,6%
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%	0,5%
ROAA (trượt 12 tháng)	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%	3,6%
ROAE (trượt 12 tháng)	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%	21,7%

Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Điều chỉnh dự phóng cho giai đoạn 2022-23

Với những khó khăn đang diễn ra mà chúng tôi đã đề cập trước đó, ước tính tăng trưởng tín dụng của TCB sẽ chậm lại trong nửa cuối năm và đạt 13,5%/17% trong 2022-23 (dự phóng trước đó: 22%/20%). NIM sẽ đạt 5,6% (2021 là 5,7%).

Thu nhập từ phí dự kiến tăng 20% svck trong năm 2022-23 (từ mức 30% dự phóng trước đó), chủ yếu nhờ phí dịch vụ thanh toán và bảo hiểm. Phí dịch vụ ngân hàng đầu tư sẽ khó tăng mạnh do ảnh hưởng bởi những khó khăn trên thị trường TPDN, đây cũng là nguyên nhân chúng tôi giảm dự phóng thu nhập từ phí trong năm 2022 như trên.

Đáng chú ý, tỷ lệ chi phí tín dụng sẽ giảm đáng kể và bù đắp một phần cho việc tăng trưởng tín dụng chậm trong năm nay. Chúng tôi điều chỉnh tỷ lệ chi phí tín dụng trong 2022-23 xuống còn 0,5%/0,4% (năm 2021 là 0,9%). Chi phí dự phòng sẽ giảm 27,6%/3,8% (từ +4%/+17,8% trong dự phóng trước đó).

Kết luận, chúng tôi ước tính LN ròng của TCB sẽ tăng 25%/18% svck trong 2022-23, lần lượt đạt 22.557 tỷ đồng và 26.503 tỷ đồng.

Hình 22: Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2022-24 (đơn vị tỷ đồng)

	2021	Dự báo cũ			Dự báo mới			Thay đổi			Nhận xét
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
Thu nhập lãi	26.699	32.895	40.365	49.330	31.854	37.186	45.341	-3,2%	-7,9%	-8,1%	Giảm dự phóng để phản ánh tăng trưởng tín dụng chậm hơn; tuy vậy NIM vẫn duy trì ở mức cao
Thu nhập ngoài lãi	10.378	12.733	14.731	16.644	12.219	14.011	15.775	-4,0%	-4,9%	-5,2%	
Tổng thu nhập hoạt động	37.076	45.628	55.096	65.974	44.073	51.196	61.116	-3,4%	-7,1%	-7,4%	
Chi phí hoạt động	(11.173)	(13.688)	(16.529)	(19.792)	(13.222)	(15.359)	(18.335)	-3,4%	-7,1%	-7,4%	
LN trước dự phòng	25.903	31.940	38.567	46.182	30.851	35.837	42.781	-3,4%	-7,1%	-7,4%	
Chi phí dự phòng	(2.665)	(2.788)	(3.284)	(3.634)	(1.928)	(1.854)	(2.132)	-30,8%	-43,5%	-41,3%	Giảm tỷ lệ chi phí dự phòng xuống mức 0,5% (từ mức 0,7% dự phóng trước đó), năm 2021 tỷ lệ này là 0,9%
LN trước thuế	23.238	29.152	35.283	42.548	28.923	33.983	40.649	-0,8%	-3,7%	-4,5%	
LN ròng	18.052	22.712	27.489	33.149	22.557	26.503	31.702	-0,7%	-3,6%	-4,4%	

Nguồn: VNDIRECT Research

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 62.300 đ/cp

Việc thị trường bán tháo mạnh trong thời gian vừa qua đã khiến định giá của TCB giảm xuống mức rất hấp dẫn với P/B dự phóng 2022 chỉ 1,2 lần, tương đương -1 độ lệch chuẩn và thấp hơn 17% so với trung bình ngành, cho dù ngân hàng vẫn duy trì nền tảng cơ bản vững chắc và khả năng sinh lời mạnh mẽ. Chúng tôi duy trì P/B dự phóng là 2 lần nhưng giảm EPS 2022-23 xuống -1%/-4% từ đó hạ giá mục tiêu xuống còn 62.300 đ/cp (-6% so với giá mục tiêu trước đó). Khả năng IPO TCBS sẽ là động lực tăng giá mạnh mẽ cho TCB. Rủi ro giảm giá bao gồm (i) lạm phát cao hơn dự kiến, (ii) nợ xấu cao hơn dự kiến và (iii) khó khăn kéo dài đối với thị trường BĐS và TPDN.

Hình 23: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	61.703	30.852
Hệ số P/B (2 lần cho năm 2022)	50%	62.837	31.418
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			62.270
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			62.300

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 24: Định giá thu nhập thặng dư

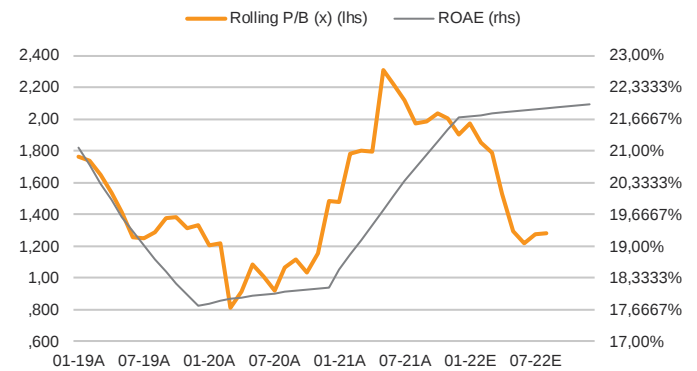
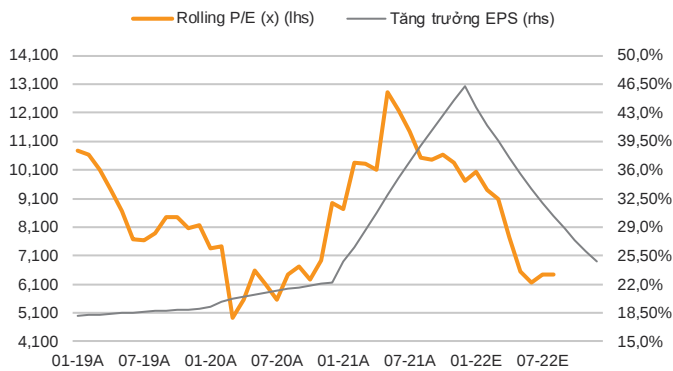
Giả định chính	2022	2023	2024	2025	2026	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Phần bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	102,0%	102,0%	102,0%	102,0%	102,0%	102,0%
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
Giá trị sổ sách đầu kỳ	92.211					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	39.583					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	84.841					
Giá trị vốn chủ sở hữu	216.635					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	3.511					
Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)	61.703					

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 25: Bảng so sánh các chỉ tiêu giữa các ngân hàng (số liệu ngày 29/08/2022)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/B (x)			P/E (x)			Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE %		ROA %	
						Nội tệ	Nội tệ	tỷ USD	Hiện tại	2022	2023		Lũy kế 12T	2022	2023	%
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	82.500	95.600	16,7	3,0	2,7	2,3	14,2	13,2	12,2	20,8%	20,5%	20,3%	1,8%	1,9%
VPBank	VPB VN	Khả quan	27.900	40.600	5,7	1,3	1,3	1,1	9,1	11,0	9,3	16,3%	16,7%	17,5%	1,0%	1,1%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	38.750	62.300	5,8	1,3	1,2	1,0	6,7	6,2	5,2	17,9%	22,0%	21,0%	3,7%	3,7%
Vietinbank	CTG VN	Khả quan	31.200	44.400	6,0	1,5	1,4	1,2	8,3	6,7	6,9	24,5%	23,9%	18,7%	3,6%	2,9%
NHTM CP Quân Đội	MBB VN	Khả quan	23.400	40.800	4,5	1,6	1,2	1,0	6,8	5,8	4,8	21,7%	24,5%	23,8%	2,5%	2,6%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	24.550	33.400	3,5	1,6	1,2	1,0	7,0	5,7	4,8	17,1%	23,6%	22,4%	2,1%	2,1%
NH TMCP Quốc Tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	25.300	34.400	2,3	1,9	1,5	1,3	7,4	6,0	5,9	18,2%	28,0%	25,6%	2,3%	2,2%
HDBank	HDB VN	Khả quan	25.950	35.900	2,2	1,6	1,4	1,1	7,5	7,0	5,4	21,5%	23,6%	23,6%	2,0%	2,0%
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	27.700	38.500	1,9	1,5	1,4	1,2	7,9	7,6	6,1	22,3%	20,5%	20,7%	1,9%	2,1%
NH TMCP Bưu Điện Liên Việt	LPB VN	Khả quan	15.500	21.300	1,0	1,0	1,1	0,9	4,8	6,4	5,9	26,8%	19,1%	18,8%	1,1%	1,2%
Trung bình						1,6	1,4	1,2	8,0	7,5	6,6	20,7%	22,2%	21,2%	2,2%	2,1%
Nguồn: VNDIRECT Research																

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần	26.699	31.854	37.186
Thu nhập lãi suất ròng	10.378	12.219	14.011
Tổng lợi nhuận hoạt động	37.076	44.073	51.196
Tổng chi phí hoạt động	(11.173)	(13.222)	(15.359)
LN trước dự phòng	25.903	30.851	35.837
Tổng trích lập dự phòng	(2.665)	(1.928)	(1.854)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	23.238	28.923	33.983
Thuế	(4.840)	(5.929)	(6.967)
Lợi nhuận sau thuế	18.399	22.994	27.017
Lợi ích cổ đông thiểu số	(347)	(437)	(513)
LN ròng	18.052	22.557	26.503

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tổng cho vay khách hàng	347.341	413.397	485.948
Cho vay các ngân hàng khác	70.584	81.172	97.406
Tổng cho vay	417.925	494.569	583.354
Chứng khoán - Tổng cộng	103.363	108.915	130.597
Các tài sản sinh lãi khác	4.909	5.645	6.774
Tổng các tài sản sinh lãi	526.197	609.129	720.725
Tổng dự phòng	(4.442)	(5.082)	(5.601)
Tổng cho vay khách hàng	343.606	408.456	480.502
Tổng tài sản sinh lãi ròng	521.755	604.047	715.123
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	3.579	3.758	3.945
Tổng đầu tư	1.102	1.157	1.215
Các tài sản khác	41.949	44.741	47.721
Tổng tài sản không sinh lãi	46.629	49.655	52.881
Tổng tài sản	568.384	653.702	768.004
Nợ khách hàng	314.753	335.211	385.493
Dư nợ tín dụng	33.680	40.416	44.457
Tài sản nợ chịu lãi	348.432	375.627	429.951
Tiền gửi	112.459	146.196	178.359
Tổng tiền gửi	460.891	521.824	608.310
Các khoản nợ lãi suất khác	0	0	0
Tổng các khoản nợ lãi suất	460.891	521.824	608.310
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	14.437	17.461	18.260
Tổng nợ không lãi suất	14.437	17.461	18.260
Tổng nợ	475.328	539.285	626.570
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	70.027	96.530
Các quỹ thuộc VCSH	9.156	8.000	8.000
Vốn chủ sở hữu	92.211	113.136	139.639
Lợi ích cổ đông thiểu số	845	1.282	1.795
Tổng vốn chủ sở hữu	93.056	114.418	141.434
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	568.384	653.702	768.004

	12-21A	12-22E	12-23E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	13,4%	6,5%	15,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	25,2%	19,0%	17,5%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	42,4%	19,3%	16,7%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	40,7%	19,1%	16,2%
Tăng trưởng LN ròng	46,5%	25,0%	17,5%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	28,1%	15,8%	18,4%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	5.149	6.425	7.549
BVPS (VND)	26.264	32.224	39.773
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	46,2%	24,8%	17,5%

Các chỉ số chính

	12-21A	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,7%	5,6%	5,6%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(30,1%)	(30,0%)	(30,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,7%	0,7%	0,6%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,7%	0,7%	0,6%
LN/ TB cho vay	0,9%	0,5%	0,4%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	15,1%	17,0%	17,7%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	99,7%	110,1%	113,0%
Biên lợi và độ đàn trái			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,6%	7,7%	7,8%
Chi phí cho các quỹ	2,2%	2,4%	2,6%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	5,3%	5,2%	5,2%
ROAE	21,7%	22,0%	21,0%

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

Trần Thị Thu Thảo – Chuyên viên Phân tích

Email: 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

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