

Techcombank (TCB)

Tăng trưởng ấn tượng trong quý 2/2024

22/08/2024

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

Tín dụng tăng trưởng hơn 12% trên hạn mức 16%, LNTT đạt 7,827 tỷ đồng – hoàn thành 58% kế hoạch năm

Tăng trưởng tín dụng 6 tháng đầu năm đạt 12.9% YTD – mức tăng trưởng tương đối cao so với mức trung bình ngành (6%) đã hỗ trợ tích cực cho mức tăng 40% YoY của thu nhập lãi thuần (NII). Tăng trưởng của các nguồn thu cũng đã bù đắp cho mức tăng mạnh 104% YoY của chi phí dự phòng. LNTT lũy kế 6T đạt 15,628 tỷ đồng – hoàn thành 58% kế hoạch năm.

Cho vay mua nhà có dấu hiệu hồi phục tích cực, góp phần dẫn dắt tăng trưởng tín dụng

Tỷ lệ giải ngân cho vay mua nhà mạnh hơn trong quý 2 đến từ những tín hiệu phục hồi từ thị trường BĐS, đặc biệt là khi nhiều dự án của VHM mở bán tại Hà Nội và Hải Phòng. Giải ngân mới trong quý 2 đạt 31,157 tỷ đồng – mức cao nhất kể từ quý 3/2022 đến nay. Tuy nhiên, sự cạnh tranh gay gắt lãi suất cho vay giữa các ngân hàng khiến tỷ lệ khách hàng tắt toán sớm các khoản vay vẫn ở mức cao.

Dự kiến tốc độ hồi phục của NIM trong 2H2024 sẽ chậm hơn 1H2024 khi mặt bằng lãi suất huy động được tái định lại

KBSV cho rằng mức độ cải thiện của NIM trong 2H2024 sẽ chậm hơn 1H2024 do mặt bằng lãi suất huy động có xu hướng tăng lên, trong khi lãi suất cho vay thường có độ trễ và sự cạnh tranh giữa các ngân hàng vẫn chưa suy giảm. Nhìn chung, NIM cả năm 2024 vẫn được dự phóng ở mức 4.34%.

Định giá - Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 29,600 VNĐ/CP

Sau khi điều chỉnh kỳ vọng về KQKD và số lượng CPLH sau chia, giá mục tiêu mới cho cổ phiếu TCB là 29,600 VNĐ/CP. Với tiềm năng tăng giá 34% so với giá đóng cửa ngày 21/8/2024, KBSV khuyến nghị MUA với cổ phiếu TCB.

MUA Thay đổi

Giá mục tiêu	VND 29,600
Tăng/giảm (%)	34%
Giá hiện tại (21/08/2024)	VND 22,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 27,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	155.0/6.2

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	68.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	357.6/14.1
Sở hữu nước ngoài (%)	21.0%
Cổ đông lớn	MSN (14.96%)

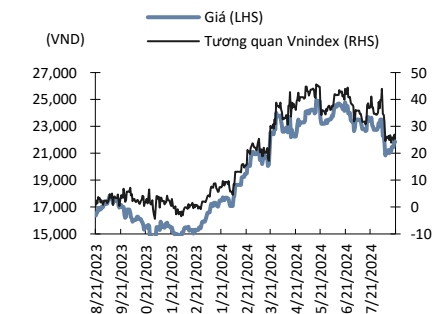
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-6.6	-7.4	12.1	33.4
Tương đối	-7.2	-7.1	8.6	25.6

Dự phóng KQKD & định giá

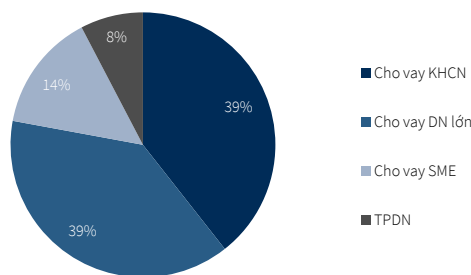
Cuối năm tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	30,290	27,691	35,223	42,797
LN trước CF DPRRD (tỷ VND)	27,504	26,809	33,887	39,643
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	20,436	18,191	23,108	29,508
EPS (đồng/cổ phiếu)	5,729	5,111	3,246	4,144
Tăng trưởng EPS (%YoY)	11%	-11%	-36%	28%
PER (x)	7.7	8.6	13.6	10.6
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	32,248	37,364	25,165	28,974
PBR (x)	1.36	1.18	1.75	1.52
ROE (%)	19.8%	14.8%	15.0%	15.5%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu tín dụng năm 2023



Hoạt động kinh doanh

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

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Chú thích

Cho vay lĩnh vực BĐS dẫn dắt tăng trưởng tín dụng: Tăng trưởng tín dụng năm 2024 đạt 21% YoY, được dẫn dắt nhờ sự phục hồi của thị trường BĐS: (1) niềm tin của người mua nhà tiếp tục được cải thiện; (2) nguồn cung tăng thêm từ các dự án mới/giai đoạn tiếp sau của dự án hiện hữu gia nhập vào thị trường; (3) Mặt bằng lãi suất được duy trì ở mức hợp lý.

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

NIM năm 2024 kỳ vọng đạt 4.34% nhờ quản trị tốt chi phí vốn (CoF) khi phát huy lợi thế về CASA.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

TCB vẫn nằm trong nhóm các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt NPL năm 2024 dự kiến tăng lên mức 1.35% xong vẫn ở mức thấp so với toàn ngành.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

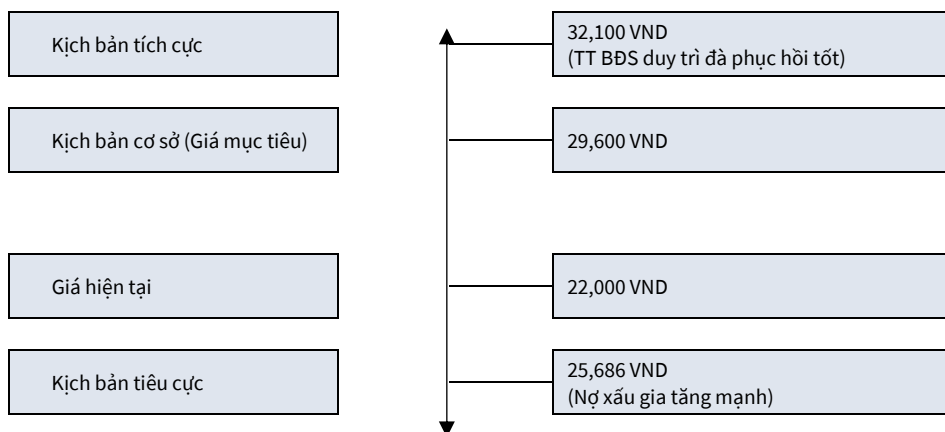
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Thu nhập lãi thuần (NII)	35,223	42,797	1%	1%	35,549	43,735	-1%	-2%
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	33,887	39,643	5%	4%	33,231	40,556	2%	-2%
LNST ngân hàng mẹ	22,865	29,192	4%	5%	22,627	27,732	1%	5%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Kịch bản cơ sở:

- 1) Tín dụng +21% YoY.
- 2) NIM cải thiện lên 4.35%
- 3) NPL kiểm soát mức 1.35%

Kịch bản tích cực:

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

Kịch bản tiêu cực

- 1) Tăng trưởng tín dụng 16% YoY.
- 2) NIM tiếp tục xu hướng giảm do lãi suất đầu vào tăng.
- 3) Tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh lên 1.5%.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Tín dụng tăng trưởng hơn 12% trên hạn mức 16%, LNTT đạt 7,827 tỷ đồng – hoàn thành 58% kế hoạch năm

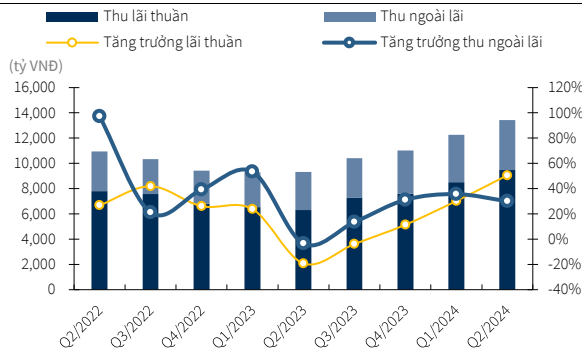
Tăng trưởng tín dụng 6 tháng đầu năm đạt 12.9% YTD – mức tăng trưởng tương đối cao so với mức trung bình ngành (6%) đã hỗ trợ tích cực cho mức tăng 40% YoY của thu nhập lãi thuần (NII). Tổng thu nhập hoạt động của TCB trong quý 2/2024 thiết lập kỷ lục mới, cao nhất từ trước đến nay, đạt 13,420 tỷ đồng (+43.9% YoY), lũy kế 6T2024 đạt 25,681 tỷ đồng (+37.9%). Tăng trưởng của các nguồn thu cũng đã bù đắp mức tăng mạnh 104% YoY của chi phí dự phòng. LNTT lũy kế 6T đạt 15,628 tỷ đồng – hoàn thành 58% kế hoạch năm.

Bảng 1. Cập nhật KQKD

(tỷ VNĐ)	Q2/2023	Q2/2024	+/-%YoY	1H2023	1H2024	+/-%YoY	Chú thích
Thu nhập lãi thuần	6,295	9,478	50.6%	12,822	17,977	40.2%	Thu nhập lãi thuần tăng trưởng mạnh so với mức nền thấp 6T2023 nhờ (1) tín dụng tiếp nối đà tăng tốt từ quý 1 với mức tăng trưởng cao thứ 3 toàn ngành, (2) xu hướng cải thiện của NIM vẫn được duy trì.
Thu nhập ngoài lãi	3,030	3,942	30.1%	5,803	7,704	32.7%	Thu ngoài lãi được dẫn dắt bởi: - Lãi từ hoạt động dịch vụ tăng 22% YoY, đạt 2,461 tỷ trong quý 2 chủ yếu đến từ sự phục hồi mạnh mẽ của mảng IB (+231% YoY) và Bancassurance (+126% từ nền thấp cùng kỳ) đã bù đắp cho sự sụt giảm nhẹ 3-4% phí dịch vụ từ mảng thẻ, thanh toán, L/C. - Hoạt động kinh doanh ngoại hối đạt 411 tỷ đồng so với mức lỗ Q2/2023, mua bán Chứng khoán kinh doanh (CKKD) và chứng khoán đầu tư (CKĐT) mang về lần lượt 103 và 647 tỷ đồng.
Tổng thu nhập hoạt động	9,325	13,420	43.9%	18,625	25,681	37.9%	Tổng thu nhập hoạt động của TCB trong quý 2/2024 thiết lập kỷ lục mới, cao nhất từ trước đến nay.
Chi phí hoạt động	(2,869)	(3,949)	37.6%	(6,011)	(7,198)	19.7%	Chi phí hoạt động trong quý 2 tăng so với cùng kỳ chủ yếu do ngân hàng tăng mạnh chi phí cho nhân viên (+27% YoY) và hoạt động marketing (x2.5 lần YoY).
CIR	30.8%	29.4%	-133bps	32%	28%	-424bps	Chi phí hoạt động tăng mạnh nhưng TOI tăng mạnh hơn đã giúp CIR giảm về mức 28%.
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(807)	(1,644)	103.7%	(1,342)	(2,855)	112.8%	Chi phí tín dụng quý 2/2024 tăng gấp đôi so với cùng kỳ, ngang với mức cao nhất trong quý 4/2023, cho thấy sự thận trọng của TCB trong bối cảnh chất lượng tài sản của hệ thống chưa mấy tích cực.
LNTT	5,649	7,827	38.5%	11,272	15,628	38.6%	Hoàn thành 58% kế hoạch của ngân hàng.
LNST	4,503	6,270	39.2%	9,041	12,547	38.8%	
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	9.7%	12.9%	+317bps				Tăng trưởng tín dụng đến cuối tháng 6/2024 đạt 12.9% (so với hạn mức 16% được cấp từ đầu năm). Cho vay khách hàng +14.2% YTD trong khi TPDN giảm nhẹ 2.7% YTD. Danh mục cho vay bắt đầu có sự đa dạng hoá hơn giữa các lĩnh vực.
Tăng trưởng huy động (YTD)	5.5%	8.1%	261bps				
NIM	4.45%	4.43%	-1bps				NIM cải thiện +34bps QoQ nhờ chi phí vốn tiếp tục được quản trị tốt trong quý 2. Tỷ lệ CASA giảm về 37.5% trong quý 2 (giảm ~3% so với quý 1) nhưng vẫn ở mức cao nhất toàn ngành. Bên cạnh đó ngân hàng cũng triển khai một số sản phẩm tiền gửi giúp phát huy lợi thế về chí vốn rẻ.
NPL	1.07%	1.23%	+15bps				NPL tăng 10bps so với quý trước, trong đó nợ nhóm 3 tăng 22% QoQ, nợ nhóm 5 tăng 36% QoQ. Nợ xấu hình thành mới trong quý 2 là 1,980 tỷ đồng (+54% QoQ). TCB cũng dùng hơn 1,000 tỷ đồng để xử lý nợ xấu.

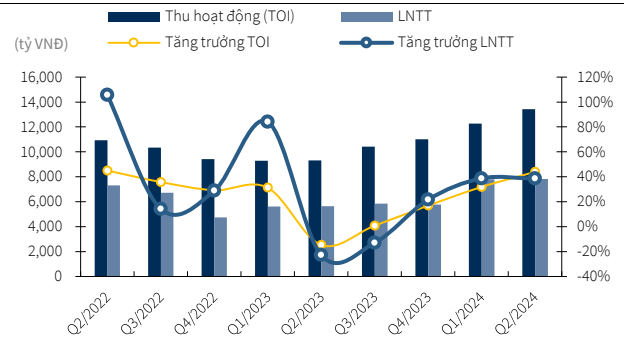
Nguồn: TCB, KB Securities Vietnam

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



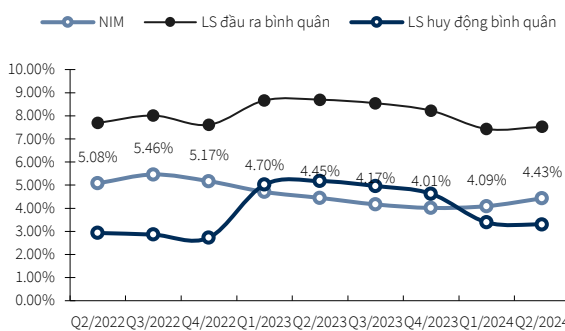
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 3. Tăng trưởng TOI và LNTT



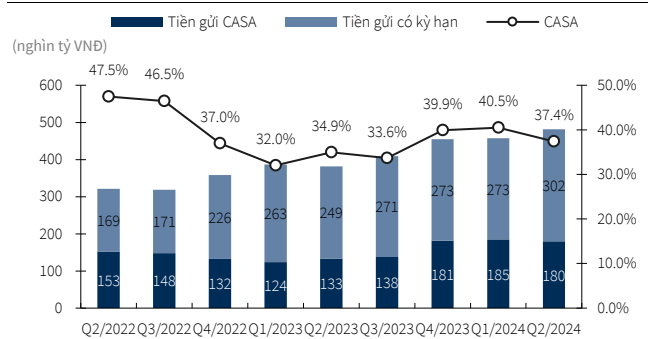
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 4. Biến động NIM theo quý



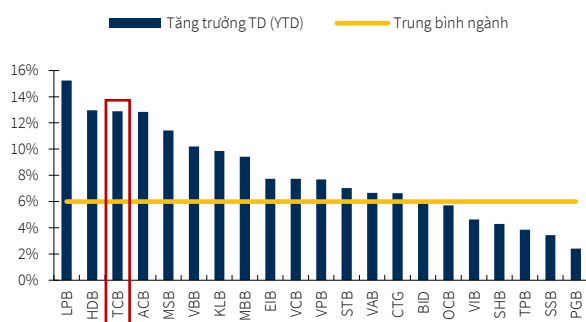
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 5. Cơ cấu huy động



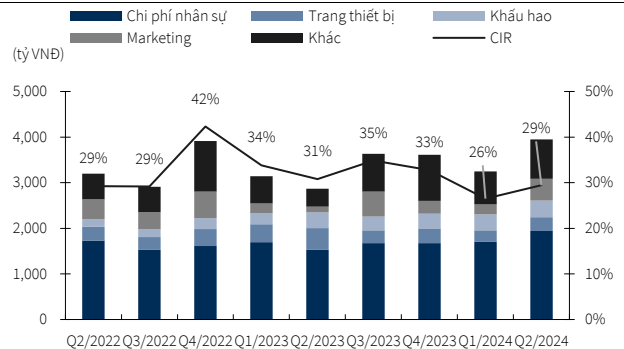
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 6. Tăng trưởng của các ngân hàng



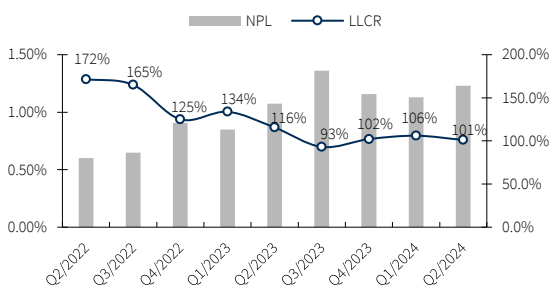
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 7. Cơ cấu chi phí hoạt động



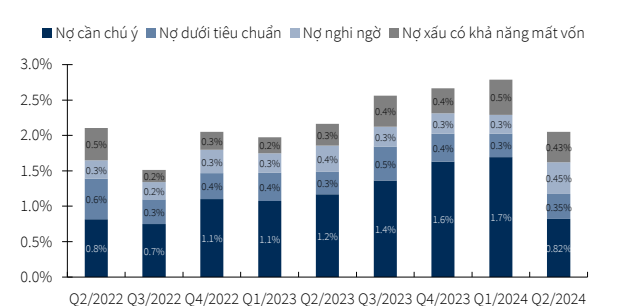
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 8. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và bao phủ nợ xấu (LLCR)



Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 9. Tỷ trọng các nhóm nợ/tổng tín dụng



Nguồn: TCB, KBSV

Cho vay mua nhà có dấu hiệu hồi phục tích cực, góp phần dẫn dắt tăng trưởng tín dụng

Tín dụng cho vay mua nhà ghi nhận sự phục hồi tích cực trong quý 2 phù hợp với kỳ vọng trước đó của chúng tôi. Giải ngân tại thị trường thứ cấp +12% QoQ, +26% YTD, thị trường sơ cấp +2% QoQ sau 5 quý tăng trưởng âm liên tiếp. Tỷ lệ giải ngân mạnh hơn trong quý 2 đến từ những tín hiệu phục hồi từ thị trường BĐS, bên cạnh việc nhiều dự án của VHM mở bán tại Hà Nội và Hải Phòng. Giải ngân mới trong quý 2 đạt 31,157 tỷ đồng – mức cao nhất kể từ quý 3/2022 đến nay. Tuy nhiên, do sự cạnh tranh gay gắt lãi suất cho vay giữa các ngân hàng, tỷ lệ khách hàng tắt toán sớm các khoản vay vẫn cao (biểu đồ 11).

Chúng tôi nhận thấy tín dụng của TCB có những dấu hiệu tích cực khi danh mục cho vay đang dần dần được phân bổ sang những lĩnh vực khác. Tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS nói chung (bao gồm TPDN, cho vay phát triển BĐS, Xây dựng và cho vay mua nhà) có xu hướng giảm dần trong 4 quý trở lại đây từ 75% xuống 69%, phần nào giảm bớt rủi ro tập trung của TCB. Thay vào đó, tín dụng cho các lĩnh vực khác như FMCG, Bán lẻ, Logistics có mức tăng trưởng tốt hơn trong 6T2024 (+47% YTD). Với dự phóng tăng trưởng tín dụng cho cả năm 2024, KBSV không có điều chỉnh mới, giữ nguyên kỳ vọng TCB có thể tăng trưởng 21% YoY như đã đề cập trong báo cáo cập nhật kỳ trước.

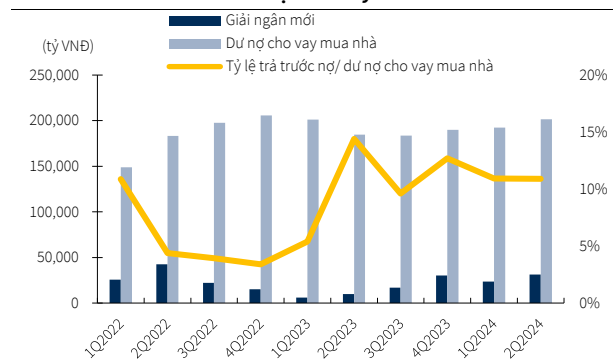
Thị trường BĐS nhà ở tại miền Bắc phục hồi tốt hơn so với thị trường miền Nam. Nhưng nhìn chung những tín hiệu tích cực đã rõ ràng hơn trong quý 2, dự kiến sẽ tiếp nối trong quý 3 sau khi Luật đất đai, Luật nhà ở, Luật kinh doanh BĐS sửa đổi chính thức áp dụng từ 1/8 góp phần hỗ trợ tâm lý thị trường chung.

Biểu đồ 10. Thị trường căn hộ tại Hà Nội và Hồ Chí Minh

BDS NHÀ Ở		THỊ TRƯỜNG CĂN HỘ: TĂNG CẢ VỀ NGUỒN CUNG, GIÁ BÁN, TỶ LỆ HẤP THU			
	HÀ NỘI			TP.HCM	
NGUỒN CUNG	~7.525 Sản phẩm	Tăng	~ 15 lần <small>So với H1 2023 (-500 sản phẩm)</small>	~2.356 Sản phẩm	Tăng ~ 1.3 <small>So với H1 2023 (-1.800 sản phẩm)</small>
GIÁ BÁN	A+ 100 - 200tr/m ²	Tăng	15% - 20% <small>So với H1 2023</small>	135 - 305tr/m ²	Tăng 10% - 15% <small>So với H1 2023</small>
	A 65 - 100tr/m ²	Tăng	5% - 15% <small>So với H1 2023</small>	85 - 135tr/m ²	Tăng 20% - 25% <small>So với H1 2023</small>
	B 45 - 65tr/m ²	Tăng	10% - 15% <small>So với H1 2023</small>	50 - 85tr/m ²	Tăng 5% - 7% <small>So với H1 2023</small>
	C 30 - 45tr/m ²	Tăng	15% - 20% <small>So với H1 2023 (-15%)</small>	35 - 50tr/m ²	Tăng 5% - 10% <small>So với H1 2023</small>
TỶ LỆ HẤP THU	~65% - 70%	Tăng	~ 4,5 lần <small>So với H1 2023 (-15%)</small>	~45% - 50%	Tăng ~ 2,5 lần <small>So với H1 2023 (-20%)</small>

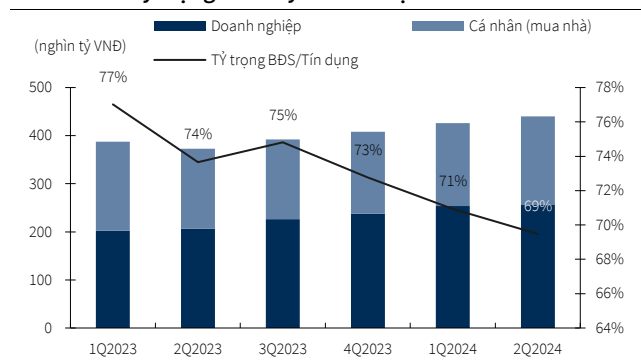
Nguồn: DXS Feri, KBSV

Biểu đồ 11. Diễn biến dư nợ cho vay mua nhà



Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 12. Tỷ trọng cho vay với lĩnh vực BĐS



Nguồn: TCB, KBSV

Dự kiến tốc độ hồi phục của NIM trong 2H2024 sẽ chậm hơn 1H2024 khi mặt bằng lãi suất huy động được tái định lại

NIM vẫn duy trì đà hồi phục tốt trong quý 2/2024, tăng 34bps so với quý trước và cao ngang mức cùng kỳ năm trước do lợi suất các khoản vay +9bps QoQ, trong khi chi phí vốn (CoF) cải thiện với tốc độ nhanh hơn (-32bps QoQ).

- (1) Lợi suất trên tài sản sinh lời (IEA) tăng 9bps so với quý trước, điều này trái ngược với diễn biến suy giảm IEA của các ngân hàng khác. Mức cải thiện này nhiều khả năng đến từ sự gia tăng tỷ trọng các khoản vay dài hạn trong cơ cấu tín dụng (tăng từ 38% quý trước lên 40% quý này) với mức lãi suất cho vay cao hơn các kỳ hạn khác (bảng 16). Tuy nhiên, chúng tôi dự báo IEA trong nửa sau của 2024 sẽ chịu nhiều áp lực do sự cạnh tranh lãi suất cho vay giữa các ngân hàng.
- (2) Chi phí vốn được tối ưu hoá nhờ ngân hàng có cơ cấu huy động linh hoạt. Mặc dù tỷ lệ CASA ghi nhận sụt giảm 3% trong quý 2 nhưng chính sách “sinh lời tự động” (Auto Earning) cùng với sản phẩm Chứng chỉ tiền gửi Bảo Lộc đang phát huy hiệu quả giúp kéo chi phí huy động bình quân xuống. Bên cạnh đó, diễn biến lãi suất thị trường liên ngân hàng trong thời gian gần đây duy trì mức 4-5% nên TCB cũng chủ động hạ tỷ trọng huy động ở kênh này.

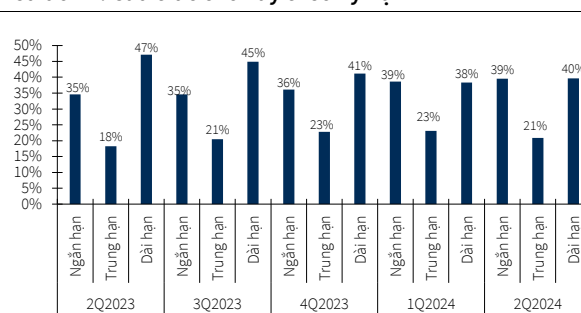
KBSV cho rằng mức độ cải thiện của NIM trong 2H2024 sẽ chậm hơn 1H2024 do mặt bằng lãi suất huy động có xu hướng tăng lên, trong khi lãi suất cho vay thường có độ trễ và sự cạnh tranh giữa các ngân hàng vẫn chưa suy giảm. Nhìn chung, NIM cả năm 2024 vẫn được dự phóng ở mức 4.34%.

Biểu đồ 13. So sánh NIM của các ngân hàng

	IEA			COF			NIM (LTM)		
	1Q2024	2Q2024	+/- bps (QoQ)	1Q2024	2Q2024	+/- bps (QoQ)	1Q2024	2Q2024	+/- bps (QoQ)
BID	5.80%	5.70%	-10	4.37%	3.88%	-49	2.55%	2.50%	-5
VCB	5.39%	5.06%	-32	3.20%	2.72%	-48	2.99%	2.99%	0
CTC	6.18%	5.97%	-21	3.99%	3.57%	-42	2.97%	2.93%	-4
MBB	7.26%	7.08%	-18	3.96%	3.57%	-39	4.68%	4.44%	-23
TCB	7.43%	7.53%	10	3.92%	3.61%	-31	4.09%	4.43%	34
ACB	6.79%	6.72%	-7	4.08%	3.65%	-43	3.90%	3.84%	-6
STB	7.87%	7.59%	-27	5.46%	4.87%	-59	3.67%	3.54%	-13
SHB	8.84%	7.87%	-97	6.62%	5.88%	-74	3.27%	3.47%	17
HDB	10.59%	10.35%	-24	5.91%	5.59%	-32	5.11%	5.44%	33
VIB	7.55%	7.38%	-17	4.72%	4.26%	-46	4.16%	4.50%	33
TBP	7.88%	7.62%	-27	4.83%	4.33%	-50	4.05%	4.16%	11
MSB	6.66%	6.50%	-16	3.98%	3.57%	-41	3.90%	3.79%	-11
EIB	6.50%	6.44%	-6	5.38%	4.71%	-67	2.54%	2.65%	11
OCB	7.58%	7.51%	-7	5.55%	5.14%	-41	3.60%	3.58%	-2

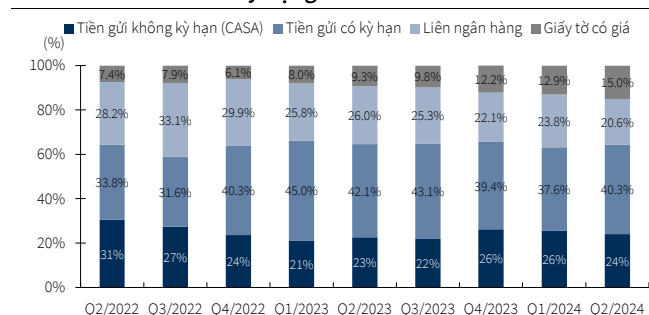
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Biểu đồ 14. Cấu trúc cho vay theo kỳ hạn



Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 15. Cấu trúc huy động của TCB



Nguồn: TCB, KBSV

Bảng 16. Lãi suất cho vay bình quân

Tỷ trọng	Q1/2023	Q2/2023	Q3/2023	Q4/2023	Q1/2024	Q2/2024
LS vay >10%	38%	43%	44%	31%	28%	23%
LS vay 8% ->10%	23%	21%	20%	31%	25%	22%
LS vay <8%	39%	36%	36%	38%	47%	55%
Lãi suất TB						
LS vay >10%	13.2%	12.9%	12.5%	12.6%	12.9%	13.5%
LS vay 8% ->10%	8.9%	9.0%	9.0%	9.2%	9.2%	9.1%
LS vay <8%	6.2%	5.9%	5.6%	5.9%	6.0%	6.1%
Lợi suất TB các khoản vay	9.5%	9.6%	9.3%	9.0%	8.7%	8.5%

Nguồn: TCB, KBSV

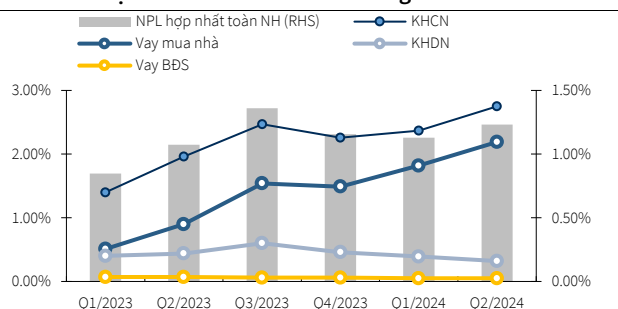
Nợ xấu tăng chủ yếu đến từ nhóm KHCN vay mua nhà

Tỷ lệ nợ xấu tính đến cuối quý 2/2024 là 1.23% (+10bps QoQ), trong đó nợ xấu tăng mạnh ở nhóm KHCN (+38bps QoQ) với NPL đến từ sản phẩm cho vay mua nhà tăng thêm 37bps lên mức 2.19%. Nợ xấu hình thành trong quý này là 1,980 tỷ đồng khiến tỷ lệ hình thành nợ xấu tăng trở lại sau 2 quý cải thiện liên trước

đó (biểu đồ 17). Chi phí dự phòng trong quý 2 gần 1,700 tỷ đồng (+104% YoY), nhưng ngân hàng cũng đồng thời sử dụng hơn 1,000 tỷ đồng để xử lý các khoản nợ xấu. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm nhẹ từ 106% trong quý 1 về 104% cuối quý 2 trước bối cảnh nợ xấu mới tăng mạnh.

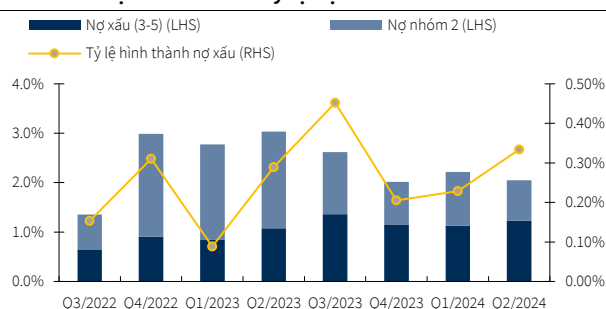
Một chỉ số cần theo dõi là tỷ trọng các khoản lãi, phí phải thu/ IEA do không được thuyết minh nên tiềm ẩn rủi ro. Tỷ lệ này của TCB trong 3 quý trở lại đây đang có xu hướng tăng trở lại và đạt 1.6% trong quý 2 – tương đương với mức cao nhất kể từ quý 3/2022. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân đến từ việc hạch toán phần lãi phải thu đến từ việc hỗ trợ khách hàng thông qua chính sách “Flexible Pricing”. Ngân hàng cho biết hiện nay tình hình trả nợ của các KH được hỗ trợ theo chính sách này vẫn khả quan, song KBSV không loại trừ kịch bản xấu khi khách hàng không thể tất toán các khoản vay này đúng hạn, từ đó sẽ phát sinh rủi ro về chất lượng tài sản.

Biểu đồ 16. Nợ xấu theo nhóm khách hàng



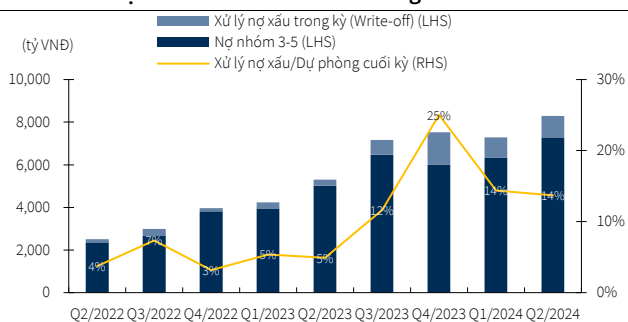
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 17. Nợ nhóm 2-5 và tỷ lệ nợ xấu hình thành



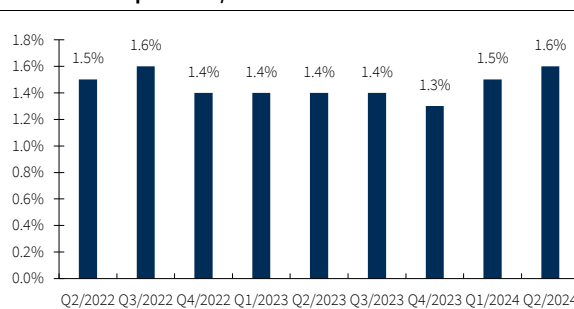
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 18. Nợ xấu theo nhóm khách hàng



Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 19. Lãi phải thu/IEA



Nguồn: TCB, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 20. Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Thu nhập lãi thuần (NII)	27,691	35,223	27.2%	42,797	21.5%	Giữ nguyên kỳ vọng tăng trưởng tín dụng và NIM ở kịch bản cơ sở là 21% YoY và 4.3%.
Thu ngoài lãi (NOII)	12,370	15,204	22.9%	16,020	5.4%	Điều chỉnh tăng dự phóng cho thu từ hoạt động dịch vụ, thu từ hoạt động ngoại hối sau khi ghi nhận kết quả tích cực vượt kỳ vọng trước đó trong 1H2024
Tổng thu nhập hoạt động	40,061	50,427	25.9%	58,817	16.6%	
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng RRTD	26,809	33,887	26.4%	39,643	17.0%	
Chi phí trích lập dự phòng	(3,921)	(5,002)	27.6%	(2,758)	-44.9%	Giữ nguyên dự phóng trích lập vừa phải trong nửa sau năm 2024 sau khi đã trích lập tương đối trong 6T đầu năm.
Lợi nhuận trước thuế	22,888	28,885	26.2%	36,885	27.7%	
NIM	4.01%	4.34%	33bps	4.62%	28bps	Giữ nguyên kỳ vọng NIM cả năm dù mức cải thiện tương đối tích cực trong 1H2024, song rủi ro NIM hồi phục chậm lại đến từ việc mất bằng lãi suất huy động tăng lên trong khi phần chi phí vốn thấp đã dần được phản ánh hết.
Lãi suất đầu ra bình quân	8.22%	7.43%	-79bps	7.53%	10bps	
Lãi suất đầu vào bình quân	4.63%	3.44%	-118bps	3.30%	-15bps	
CIR	33.1%	32.8%	-28bps	32.6%	-20bps	
NPL	1.16%	1.35%	19bps	1.00%	-35bps	Điều chỉnh tăng 10bps so với dự phóng cũ do nợ xấu mới hình thành tăng mạnh trong quý 2.
Tổng tài sản	849,482	963,492	13.4%	1,110,103	15.2%	
Vốn chủ sở hữu	131,616	177,290	34.7%	204,122	15.1%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Định giá - Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 29,600 VNĐ/Cp

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

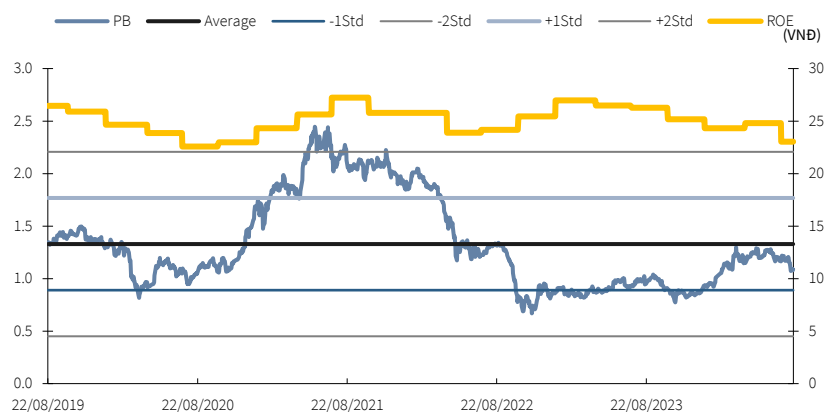
(1) Phương pháp định giá P/B

Chúng tôi giữ nguyên P/B kỳ vọng năm 2024 lên mức 1.3x – tương đương với mức trung bình P/B 5 năm.

(2) Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

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

Sau khi điều chỉnh kỳ vọng về KQKD và số lượng CPLH sau chia, giá mục tiêu mới cho cổ phiếu TCB là 29,600 VNĐ/CP. Với tiềm năng tăng giá 34% so với giá đóng cửa ngày 21/8/2024, KBSV khuyến nghị MUA với cổ phiếu TCB.

Biểu đồ 21. Diễn biến ROE và chỉ số P/B của TCB

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 22. Cổ phiếu TCB – Định giá 2024 phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận sau thuế	23,108	29,508	33,821
Lợi nhuận thặng dư	4,919	5,007	5,611
Chi phí vốn (re)	13.82%		
Tăng trưởng (g)	3.0%		
Giá trị cuối cùng	33,824		
Tổng giá trị hiện tại (PV)	187,190		
Giá trị cổ phiếu TCB	26,571		

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 23. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
Lợi nhuận thặng dư	26,571	50%	13,285
P/B	32,715	50%	16,375
Giá mục tiêu			29,648

Nguồn: KBSV ước tính

PHỤ LỤC

Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh						Bảng cân đối kế toán					
(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F	(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần	26,699	30,290	27,691	35,223	42,797	Cho vay khách hàng	343,606	415,752	512,514	618,612	725,256
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	35,503	44,753	56,708	60,239	69,762	Chứng khoán kinh doanh	5,071	961	4,433	4,533	5,394
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(8,805)	(14,463)	(29,017)	(25,016)	(26,965)	Tiền mặt, vàng bạc, đá quý (trừ dự trữ bắt buộc)	3,579	4,216	3,621	5,201	6,190
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động dịch vụ	6,382	8,153	8,715	9,831	10,513	Tài sản có sinh lời	526,132	619,967	759,745	862,351	990,569
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác	1,803	2,167	2,434	961	2,712	Tài sản cố định và tài sản khác	43,037	79,995	92,482	105,103	122,597
Tổng thu nhập hoạt động	37,076	40,527	40,061	50,427	58,817	Tổng tài sản	568,729	699,033	849,482	963,492	1,110,103
Chi phí hoạt động	(11,173)	(13,023)	(13,252)	(16,540)	(19,174)	Tiền gửi của khách hàng	314,753	358,404	454,661	527,358	627,556
LN thuần trước CF DPRRTD	25,903	27,504	26,809	33,887	39,643	Các khoản vay phải sinh, giấy tờ có giá	33,680	35,858	84,703	122,361	84,433
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(2,665)	(1,936)	(3,921)	(5,002)	(2,758)	Các khoản nợ chịu lãi	460,892	561,832	692,537	760,465	875,154
Thu nhập khác	4,344	4,500	6,460	6,404	8,068	Các khoản nợ khác	14,796	23,775	25,329	25,737	30,826
Chi phí khác	(2,540)	(2,333)	(4,026)	(5,444)	(5,356)	Tổng nợ phải trả	475,687	585,608	717,866	786,202	905,981
Tổng lợi nhuận trước thuế	23,238	25,568	22,888	28,885	36,885	Vốn điều lệ	35,109	35,172	35,225	70,450	70,450
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(4,823)	(5,131)	(4,697)	(5,777)	(7,377)	Thặng dư vốn cổ phần	476	476	476	476	476
LNST	18,415	20,436	18,191	23,108	29,508	Lợi nhuận chưa phân phối	47,453	64,483	49,013	59,462	86,294
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(363)	(286)	(187)	(243)	(316)	Các khoản điều chỉnh vốn	-	-	-	-	-
LNST ngân hàng mẹ	18,052	20,150	18,004	22,865	29,192	Vốn chủ sở hữu	93,041	113,425	131,616	177,290	204,122

Chỉ số tài chính (%)	2021	2022	2023	2024F	2025F	Định giá (đồng, X, %)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng sinh lời						Chỉ số về giá					
ROE	22.0%	19.8%	14.8%	15.0%	15.5%	EPS cơ bản	5,142	5,729	5,111	3,246	4,144
ROA	3.7%	3.2%	2.3%	2.5%	2.8%	Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	26,501	32,248	37,364	25,165	28,974
ROE trước dự phòng	24.5%	21.3%	17.4%	17.6%	16.6%	Giá trị sổ sách hữu hình/CP (Tangible BVPS)	25,476	30,908	35,841	24,239	27,847
ROA trước dự phòng	4.1%	3.5%	2.8%	3.0%	3.1%	Chỉ số định giá					
Biên lãi ròng (NIM)	5.7%	5.3%	4.0%	4.3%	4.6%	PER	8.6	7.7	8.6	13.6	10.6
Hiệu quả hoạt động						PBR	1.7	1.4	1.2	1.2	1.1
LDR thuần	110.4%	117.3%	114.1%	119.0%	117.0%	ROE	22.0%	19.8%	14.8%	15.0%	15.5%
CIR	30.1%	32.1%	33.1%	32.8%	32.6%	An toàn vốn					
Tốc độ tăng trưởng						Tỉ lệ an toàn vốn (CAR)	15.6%	15.0%	15.2%	15.0%	>15%
Tăng trưởng tổng tài sản	29.4%	22.9%	21.5%	13.4%	15.2%	Chất lượng tài sản					
Tăng trưởng cho vay khách hàng	24.8%	21.0%	23.3%	20.7%	17.2%	NPL (nợ xấu nhóm 3-5)	0.7%	0.7%	1.2%	1.4%	1.0%
Tăng trưởng LN thuần trước DPRRTD	40.7%	6.2%	-2.5%	26.4%	17.0%	Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu nhóm 3-5)	162.8%	157.3%	107.0%	105.6%	122.4%
Tăng trưởng LNST ngân hàng mẹ	46.5%	11.6%	-10.7%	27.0%	27.7%	SML (nợ xấu và nợ cần chú ý)	1.3%	2.8%	2.0%	2.2%	1.7%
Tăng trưởng EPS	46.2%	11.4%	-10.8%	-36.5%	27.7%	Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu và nợ cần chú ý)	84.1%	40.5%	61.5%	66.3%	72.0%
Tăng trưởng BVPS	24.5%	21.7%	15.9%	-32.6%	15.1%						

Nguồn: KBSV ước tính

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

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

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

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

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

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

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

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

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

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

Dầu khí & Hóa Chất

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

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

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

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

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

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

Bộ phận Hỗ trợ

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

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

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

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

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

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

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