

NH TMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM (HSX: TCB)

LNST Q1/2024 tăng trưởng vượt kỳ vọng

- LNST Q1/2024 tăng mạnh 38.3% svck nhờ thu nhập hoạt động tăng 31.8% svck trong khi CIR giảm mạnh xuống mức 26.5%.
- Chúng tôi thay đổi khuyến nghị sang **TRUNG LẬP** đối với TCB và giá mục tiêu mới là **50,300 đ/cp** do giá cổ phiếu đã phản ánh rất tích cực những triển vọng về tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024.

KQKD Q1/2024 tăng trưởng khả quan

Trong Q1/2024, TCB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt 12,261 tỷ đồng (+31.8% svck), trong đó thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi tăng lần lượt 30.2% và 35.7% svck. NIM tăng mạnh 23 điểm cơ bản svck cùng với TTTD đạt 7.1% so với cuối 2023 giúp thu nhập lãi thuần tăng khả quan. Thu nhập từ phí tăng 11.7% svck, thu nhập từ hoạt động kinh doanh vàng & ngoại hối ghi nhận lãi 544 tỷ đồng trong Q1/2024 trong khi cùng kỳ lỗ 229 tỷ đồng. Các khoản thu từ hoạt động đầu tư chứng khoán đạt 1,073 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ lỗ hơn 1 tỷ đồng. Chi phí trích lập dự phòng đạt 3,249 tỷ đồng (+126.5% svck) nhưng với tỷ lệ CIR giảm xuống mức thấp kỷ lục 26.5%, LNST Q1/2024 tăng khả quan lên mức 6,277 tỷ đồng (+38.3% svck).

Chất lượng tài sản không quá cải thiện so với cuối 2023

Tỷ lệ NPL và nợ nhóm 2 tại cuối Q1/2024 đạt lần lượt 1.13% và 1.09%, đi ngang so với cuối năm 2023, trong bối cảnh tín dụng của TCB tăng mạnh cho thấy rủi ro suy giảm chất lượng tài sản trong những quý tiếp theo vẫn còn lớn. Dự nợ nhóm 2 và nợ xấu tăng lần lượt 37.5% và 5.3% so với cuối năm 2023. Dự nợ tái cơ cấu theo Thông tư 02 tại 31/03/2024 đạt 7.6 nghìn tỷ đồng nhưng đến thời điểm hiện tại đã xóa 5.8 nghìn tỷ đồng, do đó TCB cũng kỳ vọng số liệu tại cuối Q2/2024 dự nợ tái cơ cấu này sẽ đạt 1.6 nghìn tỷ đồng (chiếm 0.2% dự nợ hiện tại của TCB).

Khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu mới là **50,300 đ/cp**

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 50,300 đ/cp do (i) P/B mục tiêu 12 tháng đạt 1.2x (cao hơn 12% so với P/B mục tiêu 1.1x trong dự báo gần nhất) do KQKD rất khả quan của TCB trong Q1/2024; (ii) chúng tôi cũng nâng dự báo LNST 2024-2025 lên lần lượt 3.0% và 7.3%. Tuy nhiên, những diễn biến tích cực của cổ phiếu trong 4 tháng đầu năm 2024 đã phản ánh triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024, do đó chúng tôi thay đổi khuyến nghị sang **TRUNG LẬP**.

Hình 1: Tổng hợp các chỉ tiêu tài chính (Đvt: tỷ đồng)

Chỉ tiêu tài chính	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Tổng thu nhập hoạt động	40,902	40,061	52,378	65,935
Thu nhập lãi thuần	30,290	27,691	37,137	47,612
NIM	5.3%	4.0%	4.4%	4.7%
Chi phí dự phòng	1,936	3,921	6,893	8,273
LNST	20,436	18,191	23,661	29,583
Tăng trưởng LNST	11.0%	-11.0%	30.1%	25.0%
Tăng trưởng tín dụng	12.5%	21.6%	22.4%	20.1%
Tăng trưởng huy động	21.5%	23.7%	20.9%	18.7%
Giá trị sổ sách	31,304	36,326	42,922	50,187
P/B	1.5x	1.3x	1.1x	1.0x

Nguồn: TCB, MBS Research

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu **50,300 VND/cp**

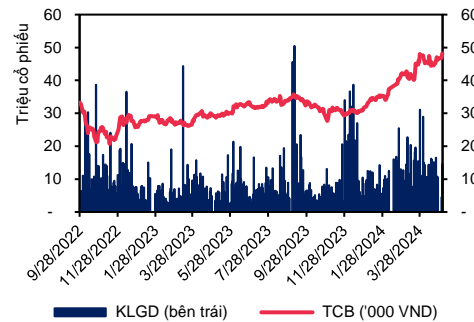
Tiềm năng tăng giá 4.0%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Tăng giá mục tiêu 12.3%

Tăng dự báo LNST 2024 và 2025 thêm lần lượt 3.0% và 7.3%

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	48,350
Cao nhất 52 tuần (VND)	48,350
Thấp nhất 52 tuần (VND)	27,700
Vốn hóa (tỷ VND)	169,785
P/E (TTM)	8.6x
P/B (TTM)	1.2x
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	22.49%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu (31/12/2023)

CTCP Tập Đoàn Masan	14.88%
Nguyễn Thị Thanh Thuý	4.94%
Hồ Thủy Anh	4.89%
Hồ Anh Minh	4.90%
Nguyễn Phương Hoa	2.16%

Nguồn: FiinPro, MBS Research

Chuyên viên phân tích



Đinh Công Luyến

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

Kết quả kinh doanh khả quan hơn so với dự báo

Cập nhật KQKD Q1/2024

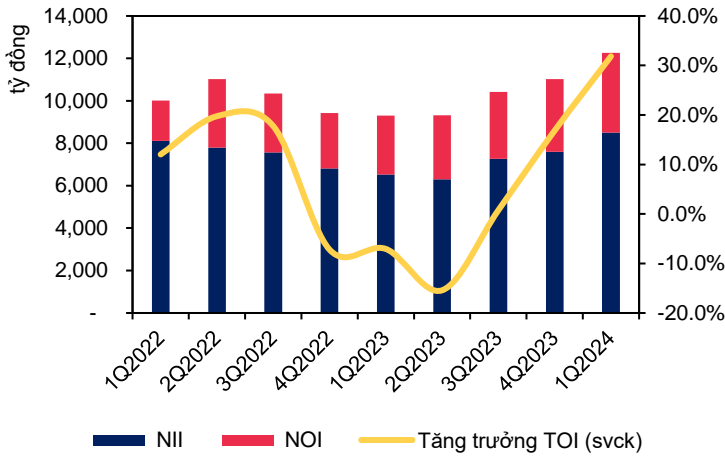
Thu nhập hoạt động tăng trưởng khả quan đi kèm với CIR giảm mạnh giúp LNST tăng đột phá 38.3% svck

Hình 2: So sánh KQKD Q1/2024 và Q1/2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q1/2023	Q1/2024	Tăng trưởng (yoy)	Nhận xét
Thu nhập lãi thuần	6,527	8,500	30.2%	NIM trong Q1/2024 tăng mạnh 23 điểm cơ bản svck, tăng 18 điểm cơ bản so với quý liền trước cùng với TTTD đạt 7.1% so với cuối năm 2023 giúp thu nhập lãi thuần tăng mạnh
Thu nhập thuần ngoài lãi	2,773	3,762	35.7%	Các hoạt động thu phí vẫn đóng vai trò chủ đạo trong cơ cấu thu ngoài lãi và tăng trưởng 11.7% svck. Thu nhập từ hoạt động kinh doanh vàng & ngoại hối ghi nhận lãi 544 tỷ đồng trong Q1/2024 trong khi cùng kỳ lỗ 229 tỷ đồng. Các khoản thu từ hoạt động đầu tư chứng khoán tăng trưởng mạnh mẽ đạt 1,073 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ lỗ hơn 1 tỷ đồng.
Tổng thu nhập hoạt động	9,300	12,262	31.8%	
Chi phí hoạt động	3,142	3,249	3.4%	Bên cạnh TOI tăng trưởng mạnh mẽ trong Q1/2024, sự cải thiện đáng kể của CIR xuống mức "không tương" 26.5% của TCB cũng là một điểm nhấn lớn. Đây cũng là mức CIR thấp nhất trong 1 quý được ghi nhận kể từ năm 2018 của TCB. Các hoạt động chuyển đổi số hiệu quả giúp CTB tiết kiệm được tương đối nhiều chi phí nhân lực góp phần lớn vào sự cải thiện của tỷ lệ CIR.
LN trước dự phòng	6,158	9,013	46.4%	
Chi phí trích lập dự phòng	535	1,211	126.5%	NPL vẫn chưa cho thấy dấu hiệu cải thiện đáng kể so với cuối năm 2023 dù TTTD của TCB là khá tích cực so với toàn ngành. Điều này khiến chi phí trích lập gia tăng mạnh so với cùng kỳ. Chi phí trích lập trong Q1/2024 giảm 25.9% so với Q4/2023.
LNST	4,537	6,277	38.3%	LNST cao hơn 24.7% so với dự báo gần nhất của chúng tôi chủ yếu nhờ sự cải thiện CIR tốt hơn dự báo, trong khi TOI và chi phí trích lập khá tương đồng với dự báo.
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	9.0%	7.1%	-189 đcb	Mức TTTD cao vẫn tập trung chủ yếu vào nhóm KHDN (+9.8% so với cuối năm 2023). Dư nợ cho vay KHCN đã có dấu hiệu tích cực khi tăng 5.4% so với đầu năm (cuối năm 2023 giảm 2.6% so với đầu năm).
Tăng trưởng huy động (YTD)	4.3%	4.6%	31 đcb	Môi trường lãi suất thấp được duy trì khiến cho tình hình huy động kém khả quan hơn so với TTTD và chủ yếu đến từ CASA. Lãi suất huy động của TCB giảm đáng kể từ 3.8% cuối năm 2023 xuống 2.9% cuối Q1/2024.
NIM	4.1%	4.4%	23 đcb	NIM gia tăng đáng kể chủ yếu nhờ COF giảm mạnh xuống mức 3.4% trong Q1/2024 so với mức 4.1% trong Q4/2023, trong khi đó lợi suất tài sản (EAY) giảm 50 điểm cơ bản.
CIR	33.8%	26.5%	-729 đcb	
LDR	86.0%	83.0%	-303 đcb	
CASA	32.0%	40.5%	853 đcb	CASA hiện tại cao nhất toàn ngành. CASA từ nhóm KHDN và nhóm KHCN tăng lần lượt 46% và 54% svck. Điểm tích cực đến từ việc CASA nhóm KHCN tăng 12% so với cuối năm 2023 trong khi nhóm KHDN giảm 10%.
NPL	0.8%	1.1%	28 đcb	NPL đi ngang so với cuối năm 2023 và vẫn chủ yếu đến từ nhóm KHCN. Nợ xấu nhóm KHCN tăng nhẹ lên mức 2.37% (cuối 2023: 2.26%) trong khi nhóm KHDN giảm nhẹ xuống 0.39% (cuối 2023: 0.46%).
LLR	133.8%	106.1%	-2774 đcb	
ROE	17.8%	15.6%	-226 đcb	
ROA	2.9%	2.5%	-41 đcb	

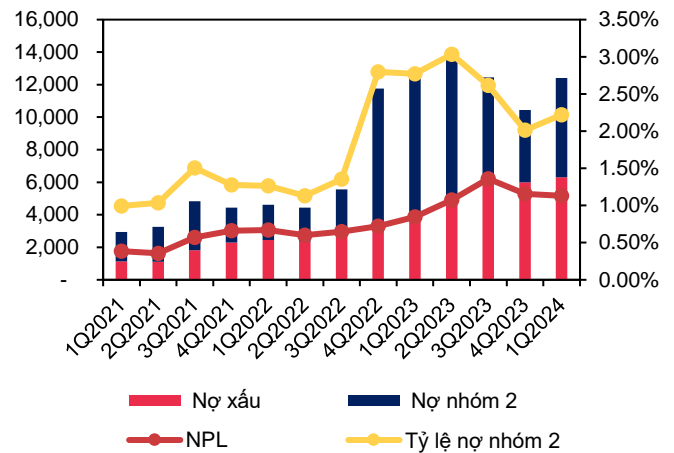
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 3: KQKD hàng quý của TCB (Đơn vị: tỷ VND)



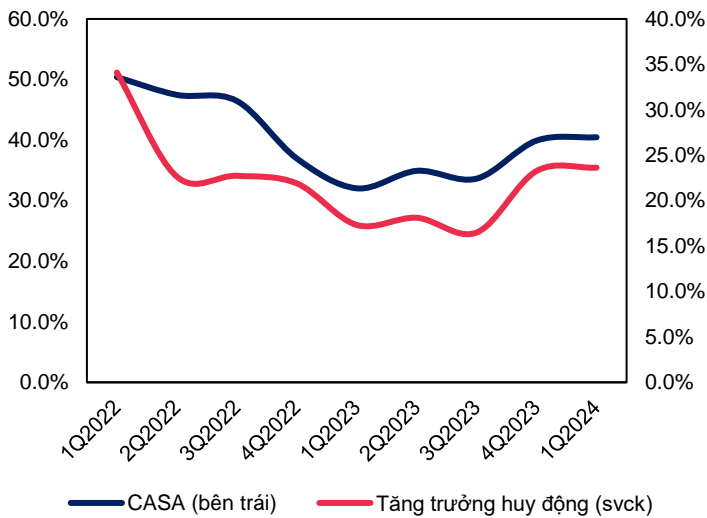
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 4: Chất lượng tài sản theo quý của TCB (%), tỷ VND



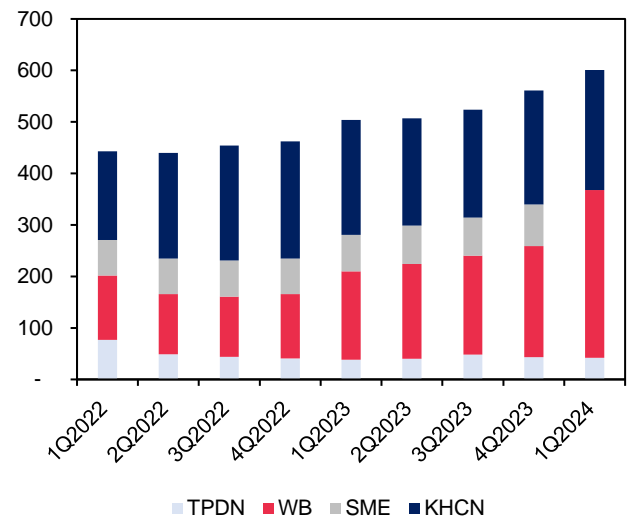
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 5: Huy động và CASA (Đơn vị: %)



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 6: Cơ cấu cho vay theo quý của TCB (%)



Ghi chú: Q1/2024 TCB gộp chung WB và SME là nhóm KHDN

Nguồn: TCB, MBS Research

LNST 2024-2025 tăng trưởng bình quân 27.4%/năm nhờ TTTD

được duy trì trên 20% và NIM trên 4.0%

Chúng tôi nâng dự phòng tăng trưởng tín dụng năm 2024 lên mức 22.4% do TTTD Q1/2024 khả quan hơn kỳ vọng

TTTD trong Q1/2024 của TCB đạt 7.1% so với đầu năm, cao hơn đáng kể so với toàn ngành (khoảng 1.3%) so với đầu năm. So với cùng kỳ 2023, mức tăng trưởng này vẫn còn thấp hơn đôi chút (Q1/2023 TCB tăng trưởng 9.0% so với cuối năm 2022). Điều này phản ánh nhu cầu tín dụng vẫn còn rất yếu trong quý đầu năm. Dự nợ cho vay TPDN và KHDN tăng 8.2% trong khi dự nợ bán lẻ tăng 5.4% so với đầu năm.

Trong cơ cấu cho vay thì tỷ lệ cho vay ngành BĐS vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất (61% dự nợ KHDN và TPDN, 74% dự nợ bán lẻ). Cho vay mua nhà chỉ tăng 1% so với cuối 2023 chủ yếu do hoạt động trả nợ trước hạn nhằm tận dụng mức lãi

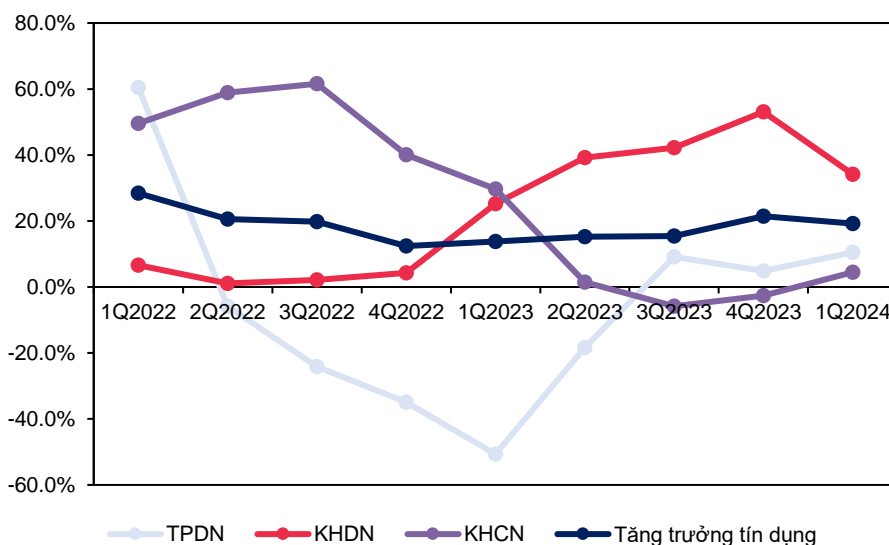
suất thấp. Trong Q1/2023, dư nợ cho vay mua nhà trả trước đạt hơn 21 nghìn tỷ đồng, thấp hơn so với mức giải ngân thêm khoảng 23 nghìn tỷ đồng. Đây là quý đầu tiên kể từ Q1/2023, dư nợ giải ngân thêm lớn hơn dư nợ trả trước trong giai đoạn nới lỏng tiền tệ. Đây là một dấu hiệu tích cực cho thấy thị trường BĐS đang dần phục hồi.

Việc quản lý dư nợ cho vay BĐS đối với nhóm KHDN, theo đánh giá của chúng tôi, là tương đối chặt chẽ với chỉ 2% dư nợ cho hoạt động giải phóng mặt bằng (với điều kiện đã có đầy đủ pháp lý); 19% cho các hoạt động xây dựng thiết kế dự án và khoảng 80% cho các dự án đã hoàn thành và tiến hành bán hàng. Khoảng 93% tổng dư nợ cho vay của TCB dành cho ngành BĐS nhà ở và 90% tập trung vào các thành phố lớn như Hà Nội hay TPHCM.

Ngoài ra, TCB cũng dần gia tăng tỷ trọng cho vay ở những mảng khác như (i) dư nợ ngành hàng FMCG đối với nhóm KHDN tăng 35% so với đầu năm chiếm tỷ trọng 13% dư nợ nhóm DN hay (ii) dư nợ cho vay thẻ tín dụng và cho vay hộ kinh doanh tăng lần lượt 13% và 153% so với đầu năm đối với nhóm bán lẻ.

Chúng tôi đánh giá TTTD trong quý đầu năm 2024 của TCB là rất khả quan khi không chỉ đạt mức tăng trưởng đáng kể so với toàn ngành mà còn đến từ việc mảng cho vay bán lẻ bắt đầu cho thấy sự phục hồi tích cực sớm hơn kỳ vọng của chúng tôi. Do đó, chúng tôi nâng dự báo TTTD năm 2024 của TCB lên mức 22.4% (cao hơn dự báo gần nhất là 20.8%) với kỳ vọng dư nợ nhóm KHDN và nhóm KHCN tăng trưởng lần lượt 28% và 22% so với cuối 2023.

Hình 7: Tăng trưởng tín dụng theo quý của TCB theo từng nhóm KH



Nguồn: TCB, MBS Research

NIM 2024 được dự báo sẽ duy trì ở mức 4.4% như trong Q1/2024

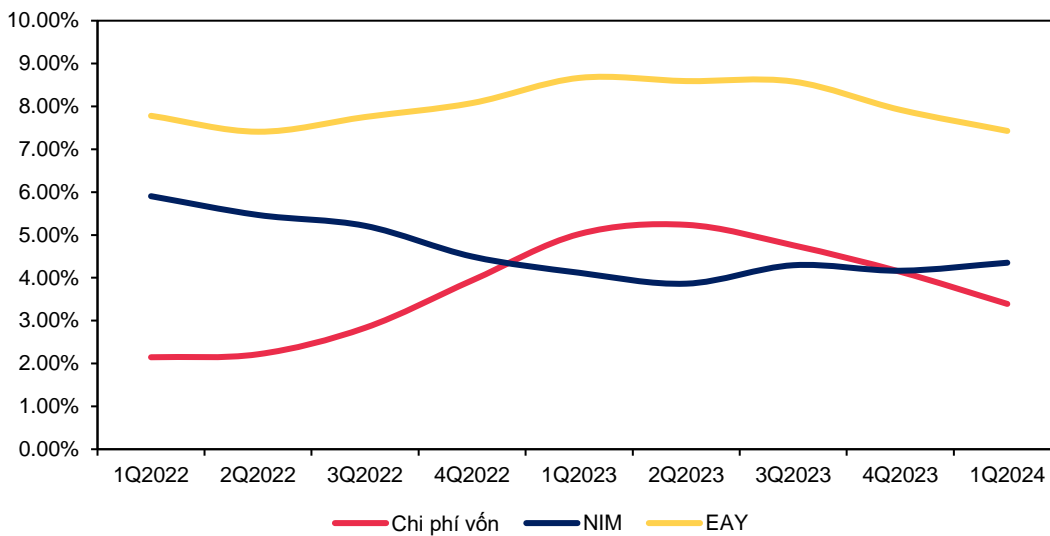
Q1/2024 TCB ghi nhận NIM đạt 4.4%, tăng lần lượt 18 và 27 điểm cơ bản so với Q4/2023 và Q1/2023. Theo ước tính của chúng tôi, lãi suất cho vay bình quân của TCB đạt 7.9% trong Q1/2024, giảm 70 điểm cơ bản so với cuối 2023 khiến cho EAY giảm 50 điểm cơ bản. Trong khi đó, chi phí vốn (COF) trong quý của TCB giảm mạnh 80 điểm cơ bản xuống 3.4% giúp NIM tăng khả quan.

Chúng tôi cho rằng việc lãi suất cho vay của TCB là hoàn toàn phù hợp trong bối cảnh tín dụng toàn ngành phụ thuộc vào nhóm KHDN nhằm hỗ trợ sự phục hồi của nền kinh tế. Ngoài ra, việc giảm lãi suất theo đà giảm của lãi suất huy

động cũng giúp gia tăng tính cạnh tranh trong bối cảnh nhu cầu tín dụng ở nhóm bán lẻ vẫn còn yếu. TCB với lợi thế CASA đứng đầu ngành cùng với các khoản vay hợp vốn nước ngoài có lãi suất thấp có ưu thế lớn trong việc cạnh tranh với những ngân hàng bán lẻ khác. Điều này được minh chứng bởi TTTD cao cùng với sự phục hồi của dư nợ cho vay bán lẻ.

Chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động sẽ tiếp tục được duy trì ở mức thấp mặc dù việc gia tăng nhanh của tỷ giá trong thời gian gần đây có thể gây áp lực lên lãi suất trong Q2/2024. Những nỗ lực của NHNN như bán USD hay đấu thầu vàng được kỳ vọng sẽ giúp tỷ giá hạ nhiệt mà không gây áp lực lớn lên lãi suất huy động. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng dự báo rằng các ngân hàng sẽ duy trì mức lãi suất cho vay thấp nhằm cạnh tranh tín dụng trong phần còn lại của năm 2024. Do đó, chúng tôi cho rằng NIM của TCB trong cả năm 2024 sẽ duy trì ở mức 4.4%, tương đương với Q1/2024.

Hình 8: NIM, COF và Asset yield theo quý của TCB (%)



Nguồn: TCB, MBS Research

Chúng tôi dự báo chi phí trích lập dự phòng sẽ tăng 75.8% trong 2024

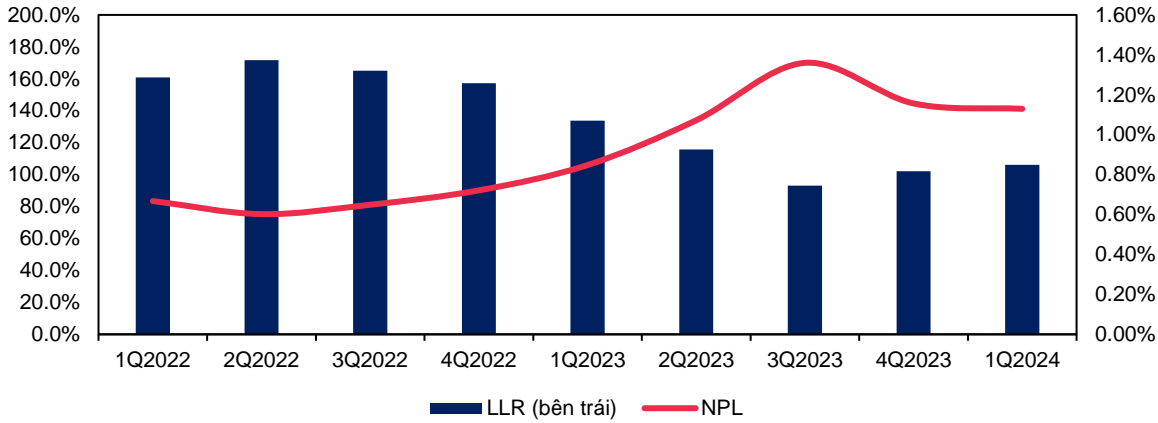
Tỷ lệ NPL và nợ nhóm 2 tại cuối Q1/2024 đạt lần lượt 1.13% và 1.09%, đi ngang so với cuối năm 2023, trong bối cảnh tín dụng của TCB tăng mạnh cho thấy rủi ro suy giảm chất lượng tài sản trong những quý tiếp theo vẫn còn lớn. Dư nợ nhóm 2 và nợ xấu tăng lần lượt 37.5% và 5.3% so với cuối năm 2023. Khoảng 24.2% dư nợ nhóm 2 và 14.7% nợ xấu tăng thêm do ảnh hưởng xếp hạng từ CIC. Trong kỳ, TCB cũng xử lý hơn 347 tỷ nợ nhóm 2 và 1,204 tỷ nợ xấu. Dư nợ tái cơ cấu theo Thông tư 02 tại 31/03/2024 đạt 7.6 nghìn tỷ đồng nhưng đến thời điểm hiện tại đã xóa 5.8 nghìn tỷ đồng, do đó TCB cũng kỳ vọng số liệu tại cuối Q2/2024 dư nợ tái cơ cấu này sẽ đạt 1.6 nghìn tỷ đồng (chiếm 0.2% dư nợ hiện tại của TCB).

Trong cơ cấu nợ xấu tại Q1/2024, nhóm KHCN và KHDN có tỷ lệ nợ xấu lần lượt 2.37% và 0.39%, giảm nhẹ so với mức 2.26% và 0.46% tại cuối 2023. Tỷ lệ nợ xấu các khoản vay BĐS của nhóm KHCN và SME lần lượt là 1.82% và 0.05%, tăng nhẹ so với cuối 2023.

Chúng tôi dự báo NPL tại cuối 2024 của TCB sẽ duy trì ở mức 1.1% với kỳ vọng rằng môi trường lãi suất thấp cùng với sự phục hồi của thị trường BĐS sẽ giúp chất lượng người đi vay được nâng lên. Việc tín dụng vẫn chậm từ nửa cuối

2023 đến nay không chỉ đến từ dòng tiền hoạt động của người đi vay suy giảm mà một phần lý do đến từ việc kiểm soát cho vay của các ngân hàng, đặc biệt vào lĩnh vực BĐS. Do đó, khi nhu cầu đi vay thực được thúc đẩy sẽ giúp các ngân hàng giảm được áp lực gia tăng nợ xấu. Ngoài ra, môi trường lãi suất thấp giúp KQKD khả quan hơn, từ đó gia tăng bộ đệm trích lập và xử lý nợ xấu.

Hình 9: NPL và LLR của TCB theo quý (%)



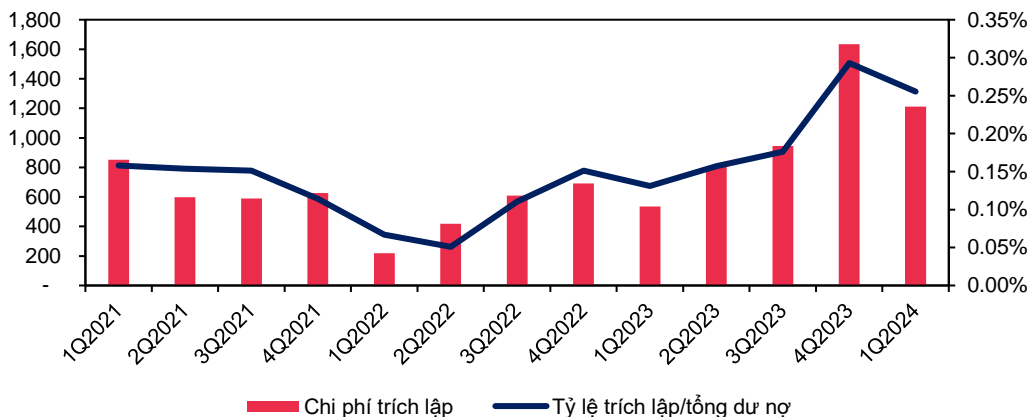
Nguồn: TCB, MBS Research

Trong quý đầu năm 2024, TCB ghi nhận chi phí trích lập 3,249 tỷ đồng (+126.5% svck, -25.9% so với quý trước). Tỷ lệ chi phí trích lập/tổng dư nợ đạt 0.26%, giảm nhẹ so với Q4/2023 là 0.29% nhưng cao gấp đôi so với cùng kỳ. Chất lượng tài sản suy giảm mạnh và đã có dấu hiệu tạo đáy trong Q3/2023 nhưng vẫn chưa thực sự phục hồi quá tích cực khiến TCB duy trì chính sách trích lập thận trọng trong 2 quý gần nhất.

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng TCB sẽ tiếp tục duy trì trích lập dự phòng cao trong cả năm 2024 cùng với đó là tích cực xử lý nợ xấu nhằm duy trì tỷ lệ NPL cuối 2024 ở mức 1.1%. Tỷ lệ trích lập dự phòng/tổng dư nợ trong năm 2024 được dự báo sẽ đạt 1.2%, cao hơn mức 0.8% của năm 2023. Do đó, chúng tôi dự báo chi phí trích lập cả năm 2024 sẽ tăng 75.8% svck.

Trong kỳ, TCB cũng đã sử dụng hơn 964 tỷ trích lập dự phòng nhằm xử lý nợ xấu, từ đó duy trì LLR ở mức 106.1%, tương đương với mức cuối năm 2023. Chúng tôi dự báo với chính sách trích lập thận trọng như trên, LLR của TCB tại cuối năm 2023 sẽ đạt 111.4%.

Hình 10: Chi phí trích lập dự phòng và tỷ lệ trích lập/tổng dư nợ của TCB theo quý (tỷ đồng, %)



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Dự báo KQKD: LNST 2024 được điều chỉnh tăng 3.0% so với dự báo gần nhất.

Hình 11: Tóm tắt dự báo KQKD 2024-2025

Các tiêu chí KQKD	2023	2024F	% svck	2025F	% svck	Nhận xét
Thu nhập lãi thuần	27,691	37,137	34.1%	47,612	28.2%	Việc duy trì NIM ở mức 4.4% như trong Q1/2024 (2023: 4.0%) cùng với TTTD được dự báo tăng lên 22.4% giúp thu nhập từ lãi tăng trưởng khả quan so với 2023.
Thu nhập thuần ngoài lãi	12,370	15,242	23.2%	18,322	20.2%	Hầu hết các hoạt động thu ngoài lãi đều được dự báo sẽ có mức tăng trưởng tốt trong 2024. Trong đó, hoạt động thu phí tăng 21.3% svck, hoạt động đầu tư chứng khoán tăng mạnh 41.0% svck nhờ thị trường TPDN được phục hồi. Hoạt động banca được dự báo vẫn chưa thể lấy lại đà tăng trưởng khi dòng tiền của người đi vay vẫn chỉ đang trong giai đoạn hồi phục. Doanh số APE của TCB trong Q1/2024 giảm 25% svck, thấp hơn đáng kể so với mức 50% của toàn ngành.
Tổng thu nhập hoạt động	40,061	52,378	30.7%	65,935	25.9%	
Chi phí hoạt động	13,252	15,713	18.6%	20,440	30.1%	CIR được dự báo sẽ tăng trở lại mức 30% cho cả năm 2024 dù đạt được mức rất khả quan trong Q1/2024. Việc gia tăng tín dụng trong bối cảnh nhu cầu yếu cũng như các hoạt động thu ngoài lãi như phân phối trái phiếu, bán chéo bảo hiểm,... dự kiến sẽ tốn nhiều chi phí hơn để đạt được mục tiêu.
LN trước dự phòng	26,809	36,665	36.8%	45,495	24.1%	
Chi phí trích lập dự phòng	3,921	6,893	75.8%	8,273	20.0%	Chi phí trích lập dự phòng được dự báo sẽ tiếp tục tăng mạnh khi mà áp lực nợ xấu vẫn còn rất cao. Chúng tôi kỳ vọng chi phí trích lập sẽ hạ nhiệt trong năm 2025.
LNST	18,191	23,661	30.1%	29,583	25.0%	Chúng tôi điều chỉnh tăng 3.0% LNST cả năm 2024 nhờ những kết quả vượt kỳ vọng trong Q1/2024. Mức LNST dự báo này cũng vượt 10% so với kế hoạch 2024 của TCB.
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	21.6%	22.4%	80 đcb	20.1%	-231 đcb	
Tăng trưởng huy động (YTD)	23.7%	20.9%	-275 đcb	18.7%	-220 đcb	
NIM	4.0%	4.4%	38 đcb	4.7%	30 đcb	
CIR	33.1%	30.0%	-308 đcb	31.0%	100 đcb	
LDR	81.0%	82.0%	98 đcb	82.9%	94 đcb	
CASA	39.9%	39.9%	2 đcb	39.7%	-27 đcb	
NPL	1.2%	1.1%	-6 đcb	0.9%	-18 đcb	
LLR	102.1%	111.4%	921 đcb	138.9%	2755 đcb	
ROE	15.0%	16.6%	165 đcb	17.7%	107 đcb	
ROA	2.3%	2.5%	18 đcb	2.7%	13 đcb	

Nguồn: TCB, MBS Research

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu 12 tháng lên mức **50,300 đ/cp** dựa trên: điều chỉnh tăng LNST trong 2024 lên 3.0% so với dự báo gần nhất và nâng mức P/B mục tiêu lên 1.2x (báo cáo gần nhất 1.1x). Tuy nhiên, những diễn biến tích cực của cổ phiếu TCB trong 4 tháng đầu năm 2024 đã phản ánh những triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tốt của ngân hàng trong năm 2024, do đó chúng tôi thay đổi khuyến nghị sang **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu này.

- Tăng trưởng LNST kép trong giai đoạn từ 2024-2028 được dự báo sẽ đạt trung bình 22.7%/năm, cao hơn mức trung bình 5 năm gần nhất là 16.5%. TTTD sẽ được duy trì ở mức 20%/năm trong 5 năm tiếp theo và NIM sẽ duy trì quanh mức 4.5-4.7%.
- Chất lượng tài sản và KQKD mặc dù có suy giảm do tác động của thị trường BĐS nhưng đã cho thấy được sự phục hồi khả quan nhờ vị thế đầu ngành và nền tảng vững chắc (CAR cuối Q1/2024 đạt 14.2%, đứng đầu ngành).

Tổng hợp các giả định trong Phương pháp định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu TCB kết hợp 2 phương pháp Chiết khấu thu nhập thặng dư (RI) và so sánh P/B:

- Chúng tôi sử dụng mức P/B mục tiêu là 1.2x lần cho áp dụng cho giá trị sổ sách tại cuối năm 2024 của TCB. Mức P/B này tương đương với mức P/B hiện tại của TCB và các ngân hàng có cùng quy mô như ACB, MBB, VPB.
- Đối với Phương pháp thu nhập thặng dư, tỷ lệ giá trị sổ sách trong cấu phần định giá đã được giảm xuống từ mức 84% trong báo cáo gần nhất xuống 76% trong lần định giá này cho thấy triển vọng lợi nhuận trong những năm tới của TCB sẽ khả quan hơn, đặc biệt sau khi thị trường BĐS hồi phục.

Định giá

Hình 12: Tóm tắt định giá theo Phương pháp Thu nhập thặng dư

	2024	2025	2026	2027	2028
LS phi rủi ro	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
Phần bù rủi ro	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37
Chi phí vốn cổ phần	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%				
<i>(ĐVT: tỷ đồng)</i>					
Thu nhập thặng dư (RI)	1,005	2,943	5,471	5,932	6,597
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	1,005	2,545	4,093	3,839	3,693
VCSH đầu kỳ	130,311				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	15,175				
GTHT terminal value	26,089				
Giá trị VCSH cuối kỳ	171,576				
SLCP lưu hành (tr cp)	3,587				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	47,800				

Nguồn: MBS Research

Hình 13: Bảng so sánh các NHTM Việt Nam (giá đóng cửa ngày 06/05/2024)

	Giá hiện tại (VND/cp)	Vốn hoá (tỷ đồng)	Tổng tài sản (tỷ đồng)	P/E		P/B		ROE		ROA	
				TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024
BID	49,200	280,461	2,328,731	12.8x	9.4x	2.3x	1.7x	18.8%	18.3%	1.0%	1.0%
CTG	32,400	173,988	2,077,615	8.6x	8.3x	1.3x	1.3x	0.0%	15.9%	0.0%	1.0%
VCB	92,500	516,991	1,773,714	15.9x	13.2x	3.0x	2.5x	20.0%	20.8%	1.9%	1.8%
MBB	22,400	118,431	900,647	5.8x	4.9x	1.2x	1.0x	22.4%	22.0%	2.3%	2.4%
VPB	18,750	145,984	822,367	12.1x	9.1x	1.1x	1.0x	9.2%	6.2%	1.4%	10.9%
TCB	48,350	169,785	885,653	8.6x	7.5x	1.2x	1.1x	15.4%	14.9%	2.4%	2.4%
ACB	27,500	106,811	727,298	6.8x	5.5x	1.4x	1.2x	23.0%	22.6%	2.3%	2.4%
HDB	24,450	71,212	602,552	6.4x	3.7x	1.5x	1.2x	25.8%	22.6%	2.0%	2.4%
STB	27,550	51,938	693,535	6.6x	7.2x	1.1x	0.9x	17.7%	18.5%	1.2%	1.3%
VIB	21,200	53,780	413,888	6.4x	7.0x	1.4x	1.2x	23.0%	27.8%	2.1%	2.7%
TPB	17,500	38,529	355,870	8.5x	5.8x	1.1x	0.9x	13.9%	22.7%	1.3%	1.7%
Trung bình loại trừ SOEs		94,559	675,226	7.6x	6.3x	1.3x	1.1x	18.8%	19.7%	1.9%	3.3%
<i>Trung bình</i>		<i>157,083</i>	<i>1,052,897</i>	<i>8.9x</i>	<i>7.4x</i>	<i>1.5x</i>	<i>1.3x</i>	<i>17.2%</i>	<i>19.3%</i>	<i>1.6%</i>	<i>2.7%</i>

Nguồn: Finpro, MBS Research

Hình 14: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	47,800	50%	23,900
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.2x)	52,800	50%	26,400
Giá mục tiêu			50,300

Nguồn: MBS Research

Rủi ro đầu tư

- Những áp lực về tỷ giá trong những quý tiếp theo có thể khiến lãi suất huy động tăng cao hơn dự báo của chúng tôi. Chúng tôi cũng không loại trừ khả năng NHNN sẽ nâng nhẹ lãi suất điều hành nhằm ổn định tỷ giá, điều này có thể khiến NIM của ngân hàng không tăng như dự báo. Ngoài ra, lãi suất tăng cũng có thể khiến định giá của TCB không đạt được mức P/B mà chúng tôi kỳ vọng.

- Chất lượng tài sản mặc dù được kiểm soát tốt trong 2 quý gần nhất nhưng sự phục hồi của nền kinh tế vẫn còn chậm, do đó chất lượng khách hàng có thể sẽ phải giảm đi nhằm ưu tiên cho mục tiêu tăng trưởng. Điều này có thể khiến chi phí trích lập tăng cao hơn dự báo của chúng tôi và lợi nhuận sẽ kém khả quan hơn.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Tỷ số tài chính	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Thu nhập lãi thuần	30,290	27,691	37,137	47,612	Tăng trưởng				
Lãi thuần từ Dịch vụ	8,527	8,715	10,575	12,894	Tổng tài sản	22.9%	21.5%	19.9%	18.4%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	(275)	196	253	265	Cho vay và CK	16.6%	19.5%	24.5%	17.9%
Lãi thuần từ CKKD	(242)	65	100	192	Tiền gửi KH & GTCCG	21.9%	23.3%	20.9%	18.7%
Lãi thuần từ CKĐT	426	926	1,297	1,629	LNTT	11.0%	-11.0%	30.1%	25.0%
Lãi thuần từ HĐ khác	2,167	2,434	3,017	3,343	An toàn vốn				
Tổng thu nhập hoạt động	40,902	40,061	52,378	65,935	CAR	15.3%	14.2%	14.0%	N/A
Chi phí hoạt động	13,398	13,252	15,713	20,440	VCSH/Tổng tài sản	16.3%	15.8%	15.4%	15.2%
Chi phí DPRRTD	1,936	3,921	6,893	8,273	Đòn bẩy tài chính	6.14	6.32	6.51	6.60
LNTT	25,568	22,888	29,771	37,222	Chất lượng tài sản				
Chi phí thuế TNDN	5,131	4,697	6,110	7,639	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	0.7%	1.2%	1.1%	0.9%
LNST	20,436	18,191	23,661	29,583	Tỷ lệ nợ nhóm 2	2.1%	0.9%	0.7%	1.2%
LN cổ đông thiểu số	(286)	(187)	(243)	(304)	Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	157.3%	102.1%	111.4%	138.9%
LNST cho Ngân hàng	20,150	18,004	23,418	29,279	Thanh khoản				
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	82.4%	81.0%	82.0%	82.9%
Tiền và tương đương tiền	4,216	3,621	3,671	3,409	TS thanh khoản/TTS	29.1%	28.8%	28.6%	27.3%
Tiền gửi tại NHNN	11,476	27,141	20,603	28,861	TS thanh khoản/tiền gửi KH	38.6%	40.2%	39.5%	36.8%
Tiền gửi và cho vay các TCTD	82,874	104,072	126,159	144,407	Khả năng sinh lợi				
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	961	4,433	5,776	13,872	ROA	3.2%	2.3%	2.5%	2.7%
Phái sinh và các CCTC khác	-	144	144	144	ROE	20.0%	15.0%	16.6%	17.7%
Hoạt động mua nợ	108	82	-	-	NIM	5.3%	4.0%	4.4%	4.7%
Cho vay khách hàng	420,524	518,642	641,827	770,665	TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	74.1%	69.1%	70.9%	72.2%
Dự phòng cho vay	(4,771)	(6,128)	(7,862)	(9,849)	Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	32.8%	33.1%	30.0%	31.0%
Chứng khoán đầu tư	103,652	104,994	134,817	138,739	Định giá				
Đầu tư dài hạn khác	13	3,046	2,901	2,915	EPS cơ bản (VND)	5,734	5,115	4,432	4,156
Tài sản cố định	8,411	8,893	9,688	10,604	Giá trị sổ sách (VND)	31,304	36,326	42,922	50,187
BDS đầu tư	1,053	-	-	-	P/E	8.4x	9.4x	10.9x	11.6x
Tài sản Có khác	70,517	80,543	81,223	102,745	P/B	1.5x	1.3x	1.1x	1.0x
TỔNG TÀI SẢN	699,033	849,482	1,018,946	1,206,512					
Nợ NHNN, Chính phủ	8	0	-	-					
Tiền gửi, vay các TCTD khác	167,563	153,173	178,556	197,907					
Tiền gửi của khách hàng	358,404	454,661	559,399	696,113					
Phái sinh và các CCTC khác	1,851	-	-	-					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	-	-	-	-					
Phát hành giấy tờ có giá	34,007	84,703	99,483	100,186					
Các khoản nợ khác	23,775	25,317	25,975	30,409					
NỢ PHẢI TRẢ	585,608	717,854	863,414	1,024,615					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	113,425	131,628	155,533	181,897					
Vốn điều lệ	35,172	35,225	70,450	70,450					
Thặng dư vốn cổ phần	476	476	476	476					
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
Vốn khác	556	556	556	556					
Quý của TCTD	11,609	45,726	47,618	49,985					
LN chưa phân phối	64,483	48,328	34,872	58,566					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	1,129	1,317	1,560	1,864					
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	699,033	849,482	1,018,946	1,206,512					

Nguồn: BCTC TCB, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Lê Minh Anh

Nghiêm Phú Cường

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Đỗ Lan Phương

Nguyễn Đức Hải

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Nguyễn Minh Trí

Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền