

21/08/2024

| KHUYẾN NGHỊ | MUA |
|---------------------|--------|
| Giá hợp lý | 28,200 |
| Giá hiện tại | 22,000 |
| Tiềm năng tăng/giảm | 28% |

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|----------------------------|------------|
| CP đang lưu hành (triệu) | 7,045 |
| Free float (triệu) | 4,579 |
| Vốn hóa (tỷ VND) | 151,115 |
| KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu) | 15,421,018 |
| Sở hữu nước ngoài (%) | 21.05% |
| Ngày niêm yết đầu tiên | 04/06/2018 |

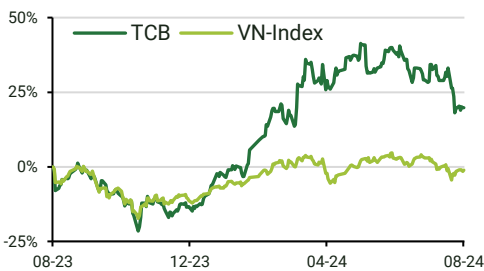
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

| | |
|------------------------|--------|
| CTCP Tập đoàn Masan | 14.88% |
| Công ty TNHH Mapleleaf | 4.96% |
| Nguyễn Thị Thanh Thủy | 4.94% |
| Hồ Anh Minh | 4.89% |
| Hồ Thủy Anh | 4.89% |

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

| | |
|--------------------|--------|
| TTM EPS (VND) | 3,048 |
| BVPS (VND) | 19,470 |
| Nợ/VCSH (%) | 5.6 |
| ROA (%) | 2.5% |
| ROE (%) | 16.2% |
| P/E | 7x |
| P/B | 1.1x |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 15% |

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB) được thành lập vào năm 1993. Ngân hàng hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực huy động vốn và cho vay tín dụng. TCB hướng tới trở thành ngân hàng top 10 khu vực ASEAN vào năm 2025 dựa trên hành trình chuyển đổi số mạnh mẽ với ba trụ cột Dữ liệu – Số hóa – Nhân tài. Phương pháp tiếp cận hệ sinh thái, hợp tác đối tác của Ngân hàng trong nhiều lĩnh vực kinh tế chủ chốt giúp tạo nên sự khác biệt cho TCB.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Mỹ Liên - Trưởng phòng phân tích

liennguyen@phs.vn

Nguyễn Thị Thảo Vy

vynguyen@phs.vn

BÌNH MINH ĐANG LÊN

- Mặc dù sự phục hồi chậm của thị trường bất động sản sẽ tác động đến danh mục cho vay của TCB, chúng tôi tin rằng lợi thế tối ưu hóa cơ cấu vốn, số hóa và quản lý tài sản sẽ cho phép TCB tiếp tục đà tăng trưởng.
- Chúng tôi kỳ vọng năm 2024 sẽ khả quan hơn nhờ sự khởi sắc của nền kinh tế, phục hồi tâm lý nhà đầu tư và các chính sách hỗ trợ nền kinh tế của Chính phủ.
- TCB là một ngân hàng hưởng lợi từ cơ bản tốt và đang ở định giá hấp dẫn, với P/B dự phóng 2024F và 2025F lần lượt là 1.3x và 1.1x, PHS ước tính giá trị hợp lý của TCB là 28,200 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị MUA với tiềm năng tăng giá là 28%.

Điểm nhấn đầu tư

Chi phí vốn thấp cho phép TCB cung cấp lãi suất cho vay cạnh tranh trong khi vẫn duy trì mức NIM cao, tạo nên lợi thế cạnh tranh cho TCB. Chi phí huy động vốn của TCB giảm 75 bps so với cuối năm 2023 còn 3.88%, thuộc những ngân hàng thấp nhất hệ thống trong bối cảnh xu hướng lãi suất huy động đang tăng trở lại, nhờ duy trì tỷ lệ CASA cao và tối ưu cơ cấu huy động vốn. Nếu bao gồm tài khoản sinh lời tự động, tỷ lệ CASA ổn định ở mức 40%, là vị trí cao thứ hai trong ngành. NIM của TCB đã cải thiện 43 bps so với cuối năm 2023 lên 4.49%, chủ yếu nhờ lợi thế về chi phí huy động. Mức NIM này nằm trong bốn ngân hàng cao nhất trong ngành.

TCB ghi nhận tăng trưởng tín dụng ấn tượng bất chấp quy mô thuộc top ngành, thêm vào đó nguồn thu đang dần được đa dạng hóa để giảm thiểu rủi ro tín dụng. Tăng trưởng tín dụng vào cuối H1 2024 của TCB đạt 12.5%YTD, thuộc những ngân hàng có mức tăng trưởng tín dụng cao nhất. TCB đã đa dạng hóa các nguồn thu nhập của mình với tỷ lệ thu nhập từ phí cao. Hoạt động của các công ty con như TCBS và TechcomCapital cũng dần đóng góp vào Thu nhập ròng.

Chất lượng tài sản được củng cố bởi bộ đệm vốn mạnh với tỷ lệ CAR cao, nguồn vốn dồi dào và dự phòng dày. Vào cuối H1 2024, tỷ lệ nợ xấu của TCB tăng 7 bps lên 1.23%. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng cũng điều chỉnh tăng mạnh gấp đôi lên 2.9 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, tính chất danh mục nợ của TCB tập trung vào các tài sản đảm bảo giá trị cao và là một trong ngân hàng có tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất ngành – 101%. Thêm vào đó, bất chấp việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt 15% (tương ứng 5 nghìn tỷ đồng) nhưng CAR của TCB vẫn ở mức trên 14% vào cuối Q2 2024.

Dự báo năm 2024

Hoạt động kinh tế kỳ vọng tiếp nối đà tăng trưởng trong H2 2024F và 2025F, chúng tôi ước tính tăng trưởng tín dụng của TCB đạt 21.5% in 2024F và 21.8% in 2025F. Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ duy trì lợi thế về Chi phí huy động vốn, đồng thời áp dụng chính sách giá linh hoạt trong nửa cuối năm 2024F và 2025F, và dự phóng NIM 2024F và 2025F lần lượt là 4.41% (+35 bps) và 4.48% (+7 bps).

Khi hoạt động kinh tế tăng tốc, các doanh nghiệp và cá nhân sẽ có nhiều nguồn lực hơn để trả nợ. Thông tư 06/2024/TT-NHNN về cơ cấu lại nợ cho phép cơ cấu lại các khoản nợ xấu đến ngày 31/12/2024, sẽ hỗ trợ ngân hàng kiểm soát chất lượng nợ xấu. Qua đó, chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ xấu năm 2024F và năm 2025F lần lượt là 1.17% và 1.19%. Qua đó, LNST của TCB năm 2024F và năm 2025F lần lượt là 23,965 tỷ đồng (+32%YoY) và 28,538 Tỷ đồng (+19%YoY).

Nhận xét và đánh giá:

Bằng phương pháp định giá Thu nhập thặng dư và P/B, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với TCB với giá hợp lý là 28,200 đồng/cổ phiếu, tăng nhẹ 3% so với báo cáo chiến lược vào tháng 6/2024, nhờ gia tăng kỳ vọng về triển vọng khả quan của ngân hàng trong H2 2024, cho thấy tiềm năng tăng giá 28% so với giá hiện tại. Hiện tại TCB đang đang giao dịch ở mức 1.1x, thấp hơn mức trung bình 3 năm là 1.2x.

Kết quả kinh doanh năm H1 2024

Tóm tắt kết quả kinh doanh H1 2024:

| Chỉ số tài chính | H1 2023 | H1 2024 | %YoY | % so với Kế hoạch 2024 | % so với Dự phóng của PHS |
|--------------------------|---------|---------|----------|------------------------|---------------------------|
| Tổng tài sản | 732,470 | 908,307 | 24% | NA | 91% |
| Tổng tiền gửi khách hàng | 381,947 | 481,860 | 26% | NA | 90% |
| Tổng dư nợ tín dụng | 506,334 | 633,445 | 25% | 103% | 93% |
| Lợi nhuận trước thuế | 11,272 | 15,628 | 39% | 58% | 52% |
| Lợi nhuận sau thuế | 9,041 | 12,547 | 39% | NA | 52% |
| ROE | 16% | 17% | 1% | NA | 102% |
| ROA | 2.65% | 2.64% | - 1 bps | NA | 102% |
| NPL | 1.07% | 1.23% | + 16 bps | NA | 105% |

(Nguồn: TCB, PHS tổng hợp)

Rủi ro:

(1) Rủi ro nợ xấu; (2) Rủi ro cạnh tranh; (3) Rủi ro lãi suất; (4) Rủi ro thị trường

Tóm tắt các chỉ số tài chính:

| Chỉ số tài chính | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Thu nhập lãi thuần | 30,290 | 27,691 | 35,932 | 43,405 | 52,059 |
| Thu nhập ngoài lãi | 10,612 | 12,371 | 16,241 | 19,124 | 22,350 |
| Tổng thu nhập hoạt động | 40,902 | 40,061 | 52,173 | 62,529 | 74,409 |
| Chi phí hoạt động | (13,398) | (13,252) | (16,698) | (20,402) | (25,233) |
| Chi phí dự phòng | (1,936) | (3,921) | (5,530) | (6,466) | (7,445) |
| Thu nhập trước thuế | 25,568 | 22,888 | 29,945 | 35,661 | 41,731 |
| Lợi nhuận sau thuế | 20,436 | 18,191 | 23,965 | 28,538 | 33,394 |
| Tỷ lệ nợ xấu | 0.72% | 1.16% | 1.17% | 1.19% | 1.20% |
| Tỷ lệ CASA | 37.0% | 39.9% | 38.0% | 38.3% | 38.4% |

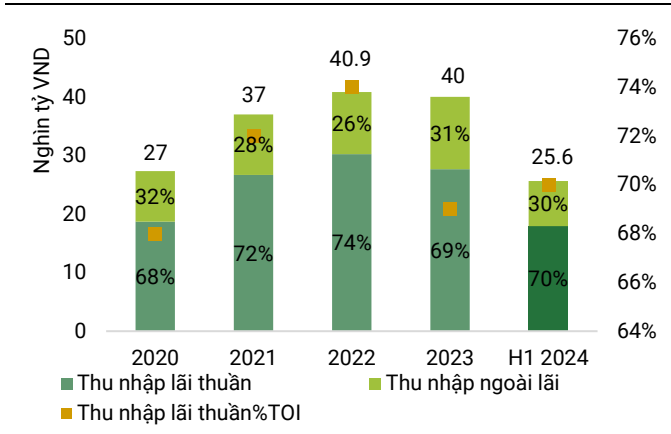
(Nguồn: TCB, PHS tổng hợp và dự báo)

Tăng trưởng tín dụng vượt trội

Kết thúc H1 2024, TCB gặt hái kết quả kinh doanh tích cực. Thu nhập lãi thuần tăng 40%YoY lên 17.9 nghìn tỷ đồng nhờ tăng trưởng tín dụng vượt trội, trong khi đó thu nhập ngoài lãi tăng 32.8%YoY lên 7.7 nghìn tỷ đồng. TCB mạnh tay gia tăng trích lập dự phòng rủi ro, Chi phí dự phòng rủi ro tăng mạnh 113%YoY lên 2,855 tỷ đồng, qua đó đưa Lợi nhuận sau thuế của TCB trong H1 2024 tăng 38.8%YoY lên 12,547 tỷ đồng.

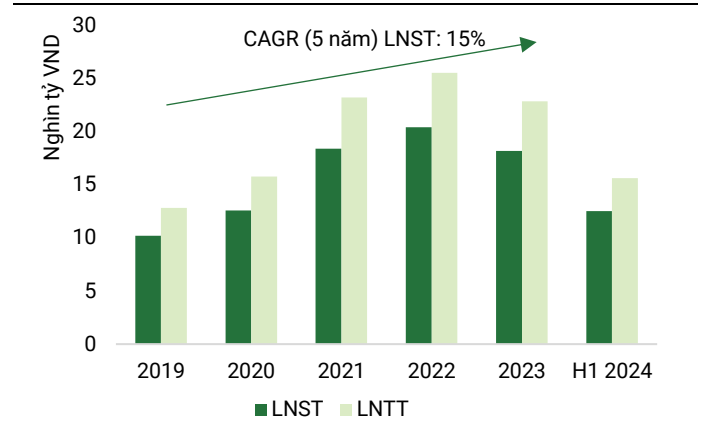
Tăng trưởng tín dụng vào cuối H1 2024 của TCB đạt 12.5%YTD, thuộc những ngân hàng có mức tăng trưởng tín dụng cao nhất trong H1 2024 chỉ sau các ngân hàng như LPB (15.2%YTD) và HDB (12.9%YTD), và cao hơn mức tăng trưởng toàn ngành trong H1 2024 (6%YTD). Tăng trưởng tín dụng của TCB tập trung chủ yếu vào những ngành như bất động sản (+14%YoY lên 201 nghìn tỷ đồng), thương mại (+16%YoY lên 51,830 tỷ đồng), khoa học công nghệ (+1,571YoY lên 10.6 nghìn tỷ đồng). Bất động sản vẫn chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu cho vay của TCB, khi chiếm tới 67% tỷ lệ cho vay khách hàng doanh nghiệp.

Hình 1: Thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi của TCB



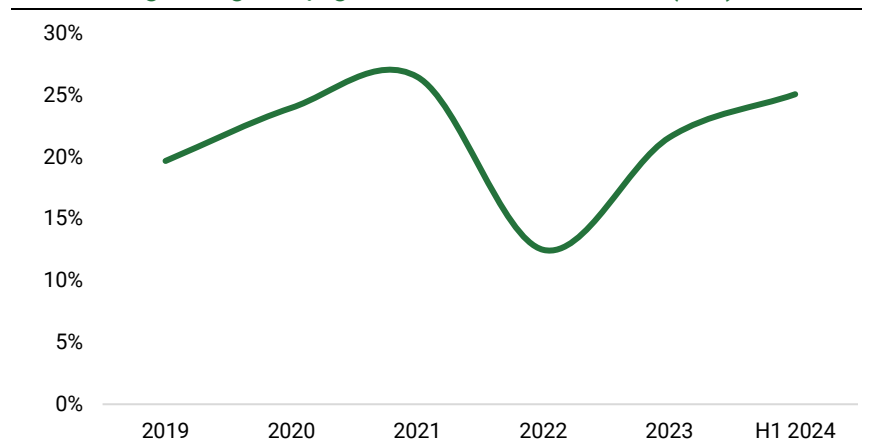
Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

Hình 2: LNNT và LNST của TCB

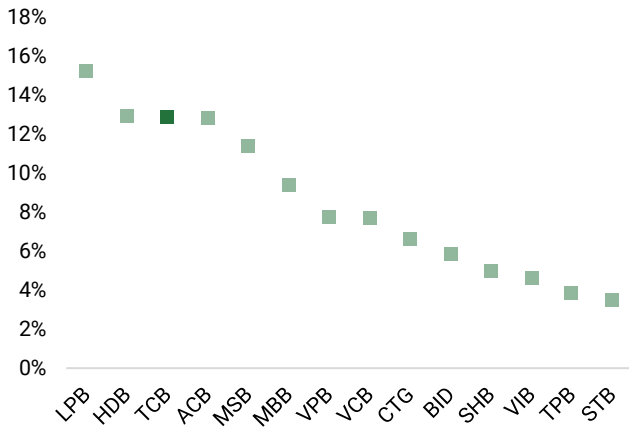


Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

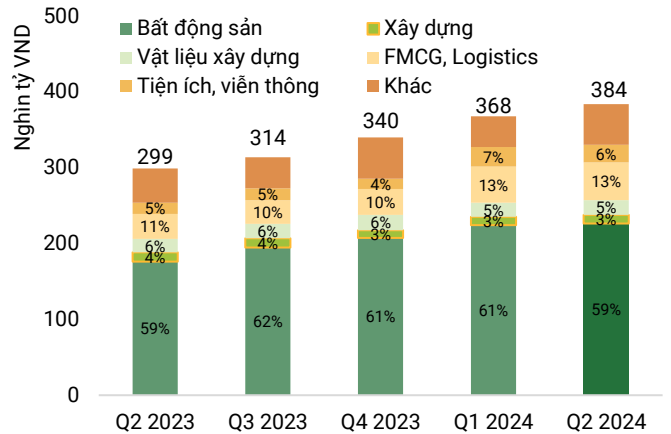
Hình 3: Tăng trưởng tín dụng của TCB tính đến H1 2024 (YoY)



Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

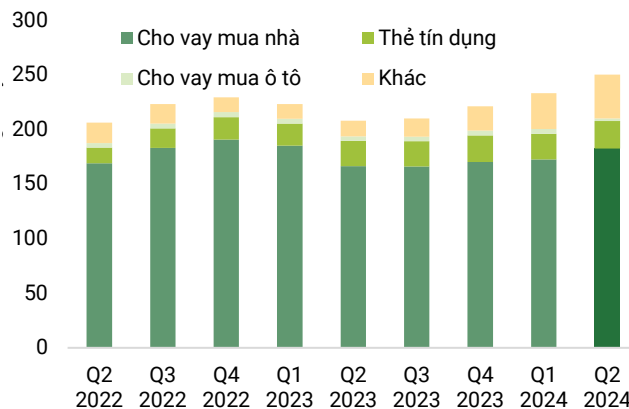
Hình 4: Tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng tại H1 2024


Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

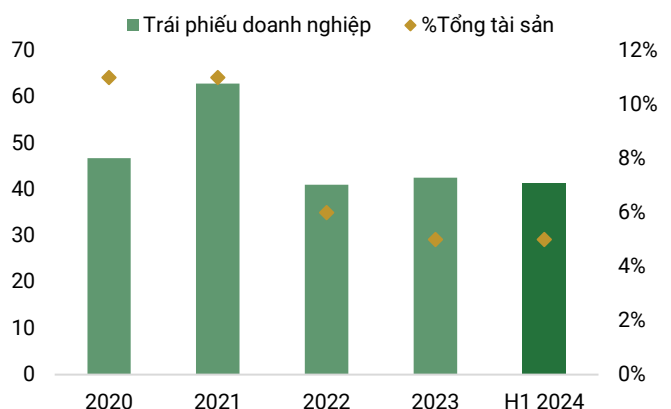
Hình 5: Cơ cấu tín dụng khách hàng doanh nghiệp và trái phiếu doanh nghiệp của TCB


Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

Tín dụng cho vay mua nhà phục hồi tích cực, tăng trưởng 7%YTD lên 182.5 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên tỷ trọng có giảm so với cùng kỳ (từ mức 80% xuống 73%). Đáng chú ý là cho vay liên quan đến hộ gia đình, vay thế chấp & tín chấp (mục vay khác trong Hình 5) tăng mạnh mẽ, tăng 22% so với Quý 1 và tăng gần gấp 3 lần so với 2023, chiếm tỷ trọng cao thứ 2 trong cơ cấu cho vay khác hàng cá nhân của TCB với giá trị khoảng 40 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu của thị trường cho vay tiêu dùng đang dần ấm lại, thêm vào đó, các khoản đầu tư, hợp tác chuyển đổi số (thông qua MISA Lending cung cấp giải pháp cho vay đến các hộ kinh doanh hay đơn giản hóa các thủ tục cho vay) đã giúp TCB bắt đầu gặt hái các thành quả. Rủi ro trái phiếu doanh nghiệp của TCB giảm nhẹ khi số dư Trái phiếu doanh nghiệp giảm nhẹ 3%YTD còn 41,362 tỷ đồng, tương đương 5% tổng tài sản trong H1 2024.

Hình 6: Cơ cấu tín dụng khách hàng cá nhân của TCB


Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

Hình 7: Trái phiếu doanh nghiệp của TCB qua các năm


Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

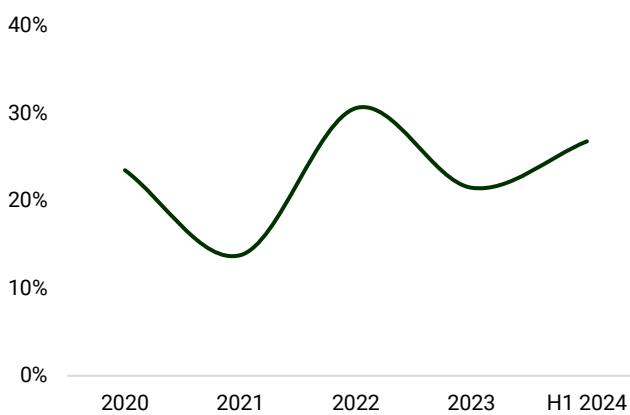
Huy động vốn

Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo ngành ngân hàng Q1 2024, chúng tôi nhận thấy xu hướng gia tăng tỷ lệ LDR để tận dụng lợi thế mặt bằng lãi suất trong giai đoạn 2023 đến nay. TCB cũng là một trong những ngân hàng mà PHS thấy rằng đang thực hiện tốt chiến lược này. Tại thời điểm kết thúc

Quý 2/2024, tổng huy động vốn của TCB chỉ tăng 8.1% so với cuối năm 2023 lên mức 748 nghìn tỷ đồng, thấp hơn mức tăng của tăng trưởng tín dụng, qua đó đưa tỷ lệ LDR (Loan-to-Deposit) theo Thông tư 36 tăng lên 84.6%. TCB đã liên tục tăng tỷ lệ LDR từ mức 81% cuối 2022 đến mức hiện tại trong bối cảnh lãi suất huy động giảm liên tục trong 2 năm qua.

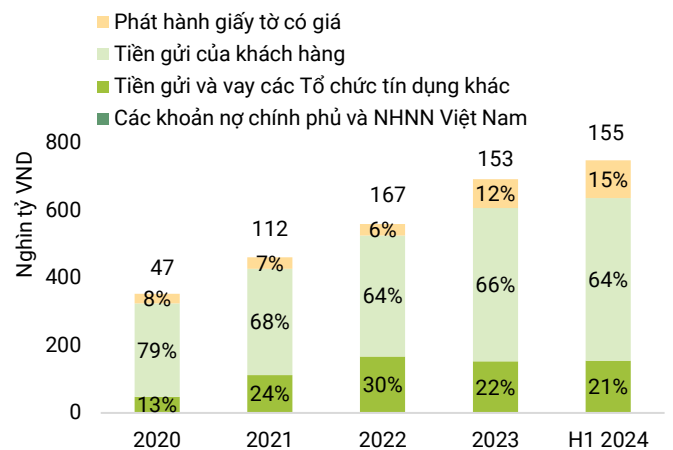
Ngoài ra, TCB cũng linh hoạt trong việc lựa chọn hình thức huy động vốn. Trong bối cảnh lãi suất huy động có dấu hiệu nhích tăng trong giai đoạn gần đây, TCB đã đẩy mạnh hoạt động phát hành giấy tờ có giá (GTCG) lên gần 112 nghìn tỷ (+32.2% YTD & 104% YoY), chiếm 15% trong cơ cấu huy động vốn của TCB. Trong khi đó, hoạt động huy động tiền gửi từ khách hàng vẫn chiếm tỷ trọng chính yếu nhưng mức tăng trưởng thấp hơn, hiện đạt 481 nghìn tỷ đồng (+6% YTD & 26% YoY).

Hình 8: Tăng trưởng huy động vốn của TCB đến H1 2024



Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

Hình 9: Cơ cấu huy động vốn của TCB

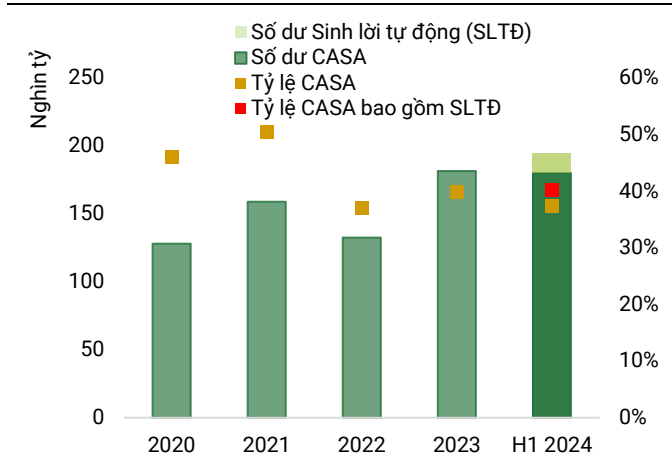


Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

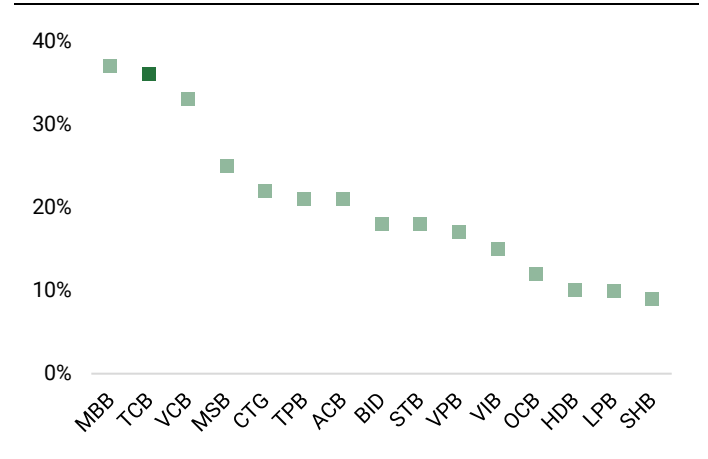
Tỷ lệ CASA của TCB giảm nhẹ trong H1 2024 do một phần số dư CASA được chuyển sang tài khoản sinh lời tự động (*). Nếu bao gồm tài khoản sinh lời tự động, tỷ lệ CASA ổn định ở mức 40%, là vị trí cao thứ hai trong ngành.

Duy trì tỷ lệ CASA cao là trọng tâm trong chiến lược của TCB nhằm duy trì lợi thế về Chi phí vốn. Trong H2 2024, ngân hàng tiếp tục các chiến dịch thu hút và mua lại mới, chẳng hạn như tài khoản tiết kiệm tự động, chương trình thưởng, thẻ tín dụng hoàn tiền để thu hút và duy trì số dư CASA. Lợi thế CASA đến từ việc thúc đẩy hoạt động ngân hàng bán buôn nói chung và hệ sinh thái của TCB, bao gồm Masan, Vingroup, SunGroup, Masterise nói riêng. Cơ sở khách hàng lớn của các tập đoàn lớn trên giúp TCB duy trì được số dư CASA lớn.

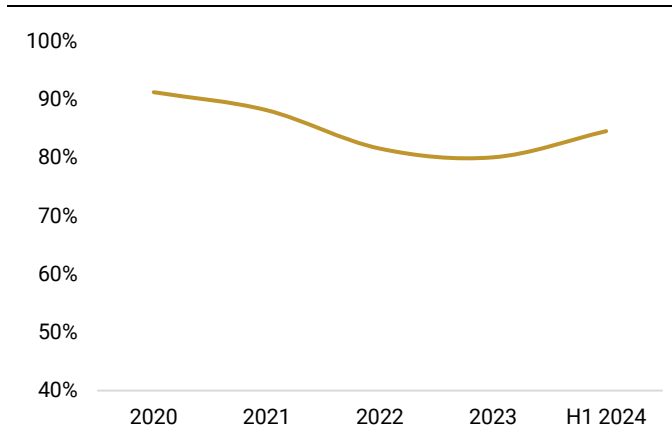
**Tài khoản sinh lời tự động là tính năng mới của TCB được giới thiệu vào tháng 1 năm nay. Tính năng này kết hợp giữa khả năng thanh toán linh hoạt và tối ưu hóa lợi nhuận trên khoản tiền nhàn rỗi. Cụ thể, 10 triệu đồng trong tài khoản thanh toán sẽ hưởng lãi suất 0.1%/năm như tài khoản thông thường, trong khi số tiền còn lại sẽ tự động chuyển thành số dư sinh lời với lợi suất lên đến 3.3%/năm, thay đổi theo từng thời điểm.*

Hình 10: Số dư và tỷ lệ CASA của TCB


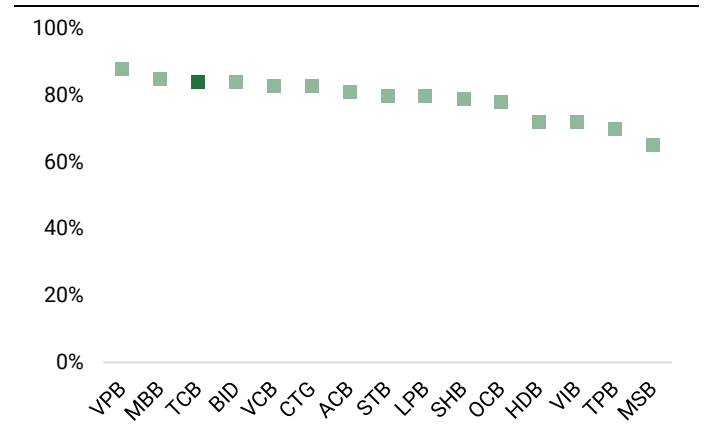
Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

Hình 11: Tỷ lệ CASA của các ngân hàng tại H1 2024


Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 12: Tỷ lệ LDR (TT 36)


Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

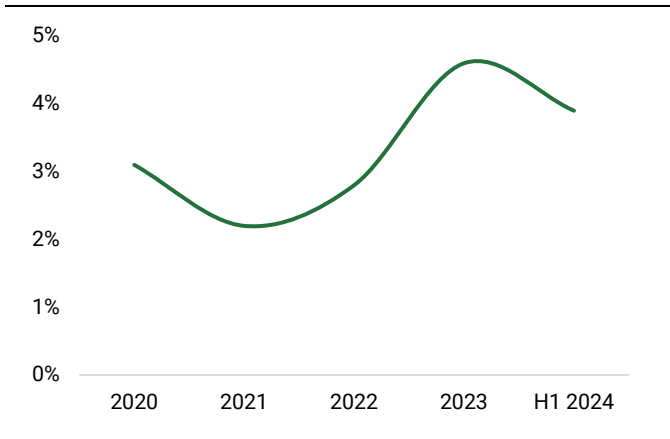
Hình 13: Tỷ lệ LDR (TT36) của các ngân hàng


Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

TCB có chi phí huy động vốn của TCB giảm 75 bps so với cuối năm 2023 còn 3.88%, thuộc những ngân hàng thấp nhất hệ thống, nhờ:

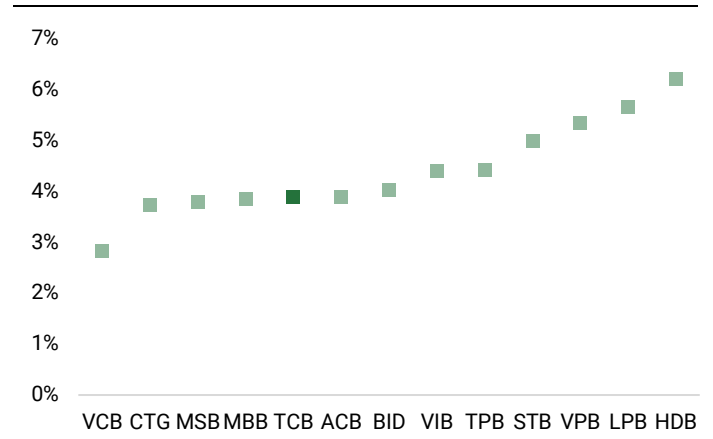
- (1) Tỷ lệ CASA duy trì ở mức cao, thuộc top cao nhất hệ thống (chỉ sau MBB), đồng thời thu hút thêm lượng vốn với chi phí tốt nhờ sản phẩm Sinh lời tự động (mức lãi suất từ sản phẩm Sinh lời tự động vẫn thấp hơn các lãi suất huy động cùng kỳ hạn).
- (2) Thêm vào đó, lãi suất tiền gửi tiết kiệm trung bình giảm mạnh 2% so với cuối năm 2023 còn 5%, góp phần đáng kể trong việc giảm chi phí huy động vốn do giảm mạnh các khoản huy động kỳ hạn dài từ 1 – 5 năm còn khoảng 80 nghìn tỷ (-29%YTD) trong khi tăng mạnh các khoản huy động dưới 6 tháng (lãi suất rất thấp chỉ quanh 2 – 3% và TCB đã chủ động giảm lãi suất các kỳ hạn này trong 6 tháng đầu năm) lên 331 nghìn tỷ đồng (+18%YTD).
- (3) Giấy tờ có giá chiếm tỷ trọng lớn (15%) trong cơ cấu huy động vốn của TCB với Lãi suất trung bình trên giấy tờ có giá giảm 59 bps so với cuối năm 2023 còn 4.7%, là một trong những ngân hàng có lãi suất huy động giấy tờ có giá thấp nhất hệ thống.

Hình 14: Chi phí huy động vốn của TCB tại thời điểm cuối Q2. 2024



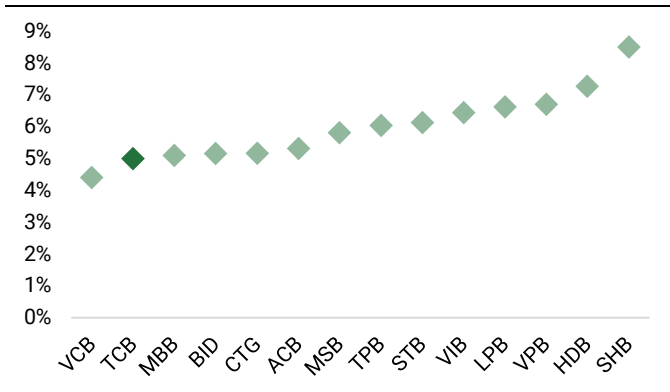
Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

Hình 15: Chi phí huy động vốn của các ngân hàng tại H1 2024



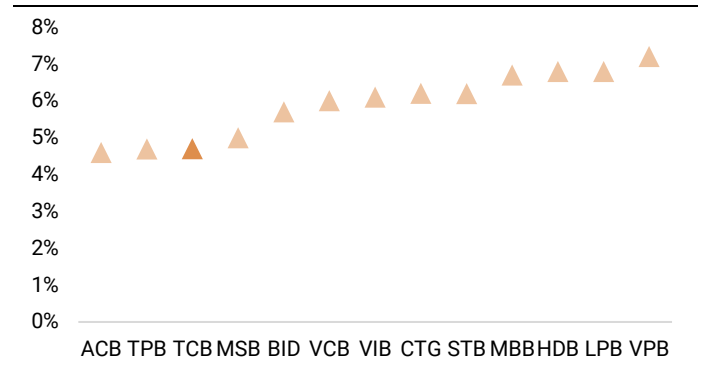
Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

Hình 16: Lãi suất tiền gửi tiết kiệm trung bình của TCB tại H1 2024



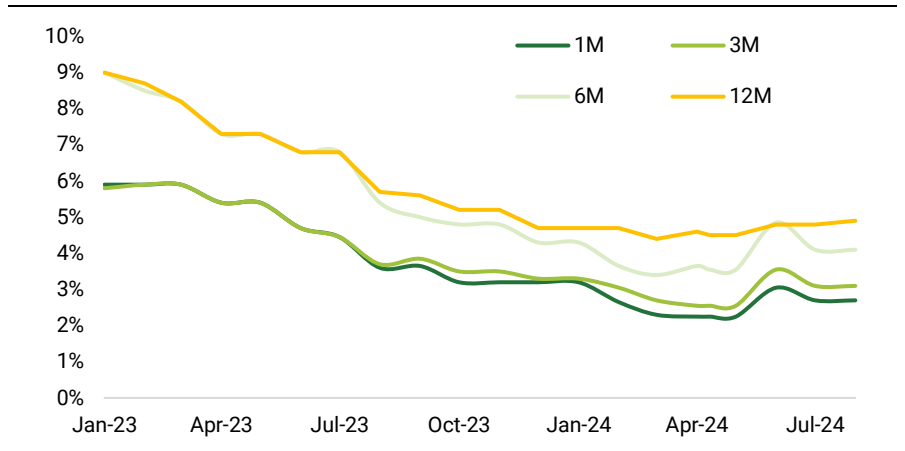
Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

Hình 17: Lãi suất giấy tờ có giá trung bình của các ngân hàng



Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

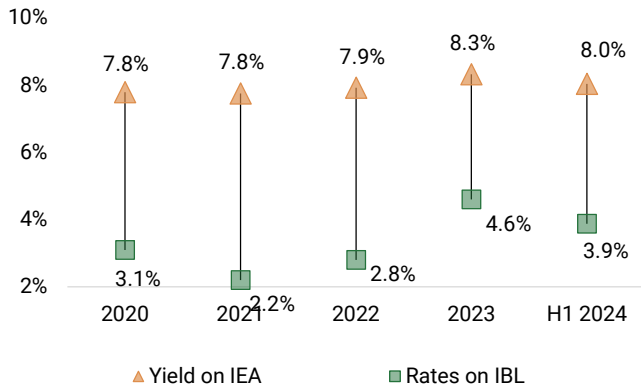
Hình 18: Lãi suất tiền gửi tiết kiệm trung bình của TCB tại H1 2024



Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

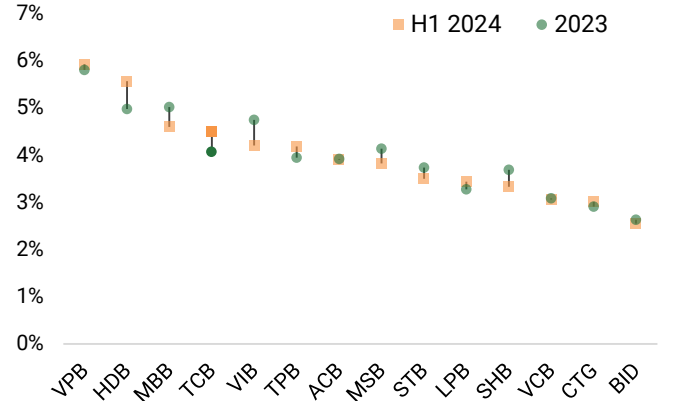
NIM (Tỷ suất lợi nhuận lãi thuần)

Hình 19: Tỷ suất sinh lời trên tài sản sinh lãi và Chi phí huy động vốn của TCB qua thời gian



Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

Hình 20: NIM của các ngân hàng trong danh sách theo dõi của PHS vào cuối H1 2024

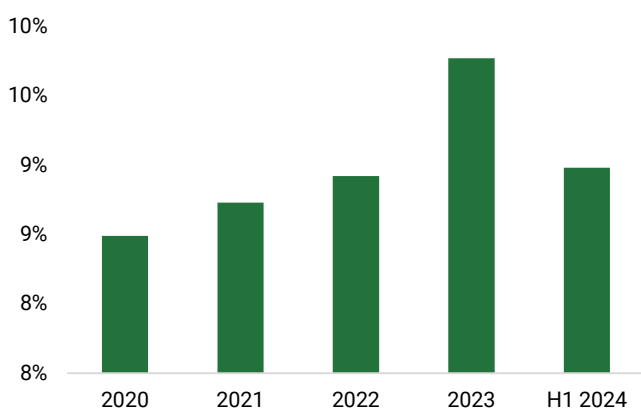


Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

Chi phí vốn thấp cho phép TCB có lãi suất cho vay trung bình thấp hơn, tạo ra lợi thế cạnh tranh cho ngân hàng, đặc biệt là trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng tăng.

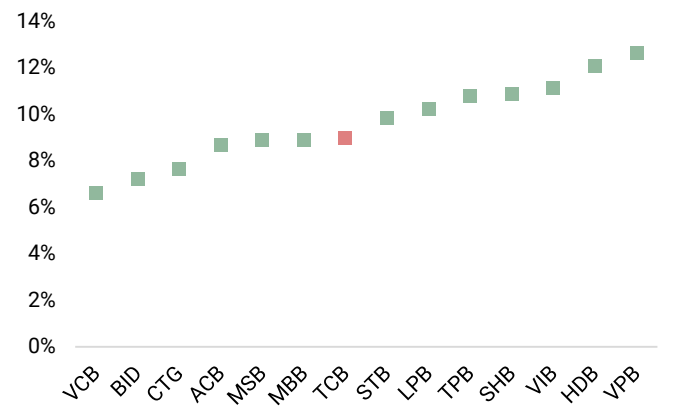
Lợi suất cho vay trung bình giảm 79 bps so với cuối năm 2023 xuống còn 8.89%, thấp hơn mức trung bình của ngành là 9.1%. Sự sụt giảm này là do chính sách giá linh hoạt của ngân hàng, cho phép khách hàng gặp khó khăn về tài chính hoãn trả lãi trong tương lai. Tuy nhiên, NIM của TCB đã cải thiện 43 bps so với cuối năm 2023 lên 4.49%, chủ yếu nhờ lợi thế về chi phí huy động. Mức NIM này nằm trong bốn ngân hàng cao nhất trong ngành. Chúng tôi cho rằng Lãi suất liên ngân hàng có thể có xu hướng giảm nhờ tỷ giá hạ nhiệt, trong khi Fed sẽ thực hiện chính sách nới lỏng trong quý 4 năm 2024 và 2025F. Lãi suất tiền gửi mặc dù tiếp tục xu hướng tăng nhưng PHS duy trì quan điểm mức tăng là khiêm tốn. Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ duy trì lợi thế về Chi phí huy động vốn, đồng thời áp dụng chính sách giá linh hoạt trong nửa cuối năm 2024F và 2025F. Qua đó, chúng tôi ước tính NIM 2024 và 2025 lần lượt là 4.41% (+35 bps) và 4.48% (+7 bps).

Hình 21: Lãi suất cho vay trung bình của TCB



Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 22: Lãi suất cho vay trung bình của các ngân hàng trong H1 2024



Nguồn: PHS tổng hợp

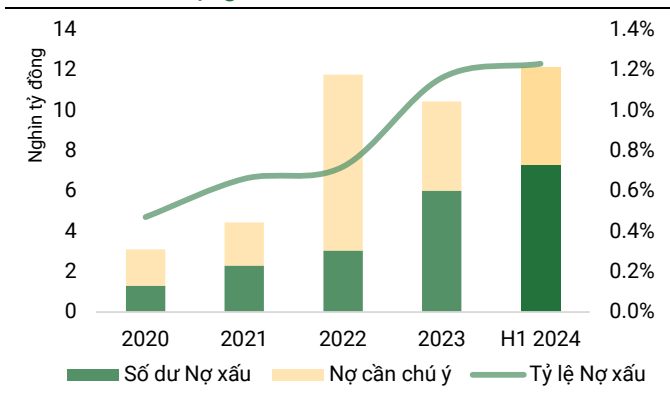
Chất lượng tài sản

TCB đã kiểm soát chất lượng tài sản tốt hơn so với các ngân hàng cùng ngành. Vào cuối H1 2024, tỷ lệ nợ xấu của TCB tăng 7 bps lên 1.23%. Dù tỷ lệ Nợ xấu tăng nhưng thuộc nhóm thấp thứ hai trong ngành. Tuy nhiên, chúng tôi thấy rủi ro tín dụng tăng lên vào cuối H1 2024 khi số dư nợ xấu và nợ cần chú ý tăng 16% YTD lên 12.1 nghìn tỷ đồng, vượt qua mức cao nhất của năm 2022. Đồng thời, theo như phần nhận định bên trên của chúng tôi về cơ cấu cho vay, việc đẩy mạnh hoạt động cho vay tiêu dùng trong giai đoạn vừa qua cũng có thể ảnh hưởng chất lượng tài sản trong trường hợp nền kinh tế không sớm hồi phục như kỳ vọng. Ngoài ra, việc tập trung danh mục nợ vào Bất động sản cả ở Khách hàng doanh nghiệp lẫn cá nhân cũng là một yếu tố có thể ảnh hưởng đến chi phí dự phòng trong giai đoạn tới. Thực tế, chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản sẽ cần thêm thời gian để “ấm” lại, và chúng tôi ước tính lợi nhuận của các doanh nghiệp BĐS sẽ bắt đầu cải thiện từ 2026.

Trong H1 2024, Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của TCB tăng mạnh 113% YoY lên 2.9 nghìn tỷ đồng. Điều này khiến TCB trở thành một trong những ngân hàng trích lập chi phí dự phòng mạnh nhất so với cùng kỳ năm ngoái. TCB là một trong những ngân hàng được NHNN chấp thuận áp dụng chuẩn Basel II trước hạn và đang tiến hành thử nghiệm áp dụng Basel III. Với khả năng dự phóng tốt về chất lượng nợ, TCB cũng chủ động trong việc đẩy mạnh trích lập dự phòng. Do đó, Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm 1% so với năm 2023 xuống còn 101%, là một trong những ngân hàng có tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất trong ngành.

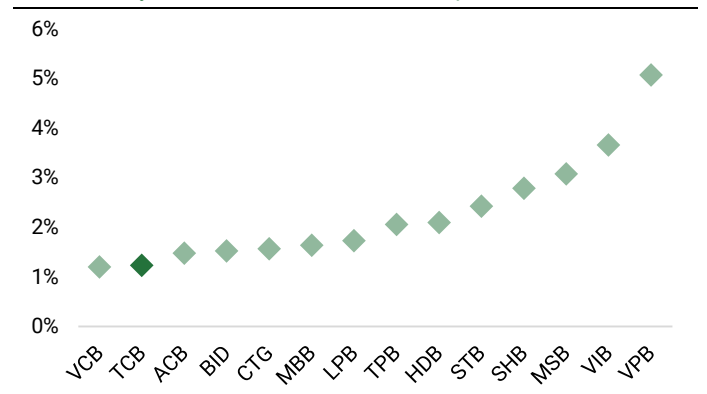
CAR của TCB vẫn duy trì ở mức trên 14%, bất chấp khoản chi trả cổ tức bằng tiền mặt là 5 nghìn tỷ đồng vào năm 2024. Vốn chủ sở hữu/Tài sản của TCB là 15.3%, cao thứ hai trong ngành, cho thấy ngân hàng có đệm vốn dày hơn để chống lại rủi ro tín dụng khó lường so với các ngân hàng khác.

Hình 23: Chất lượng tài sản của TCB

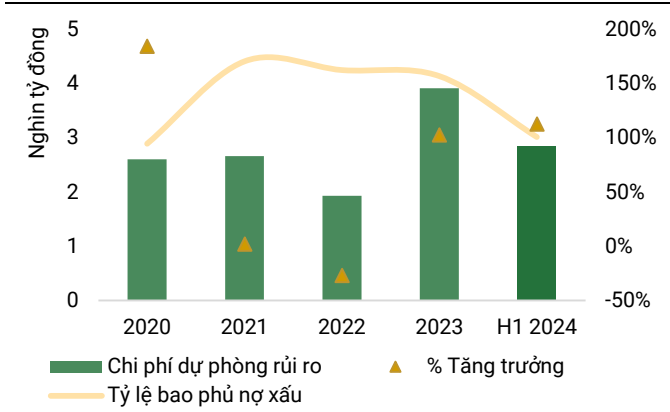


Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

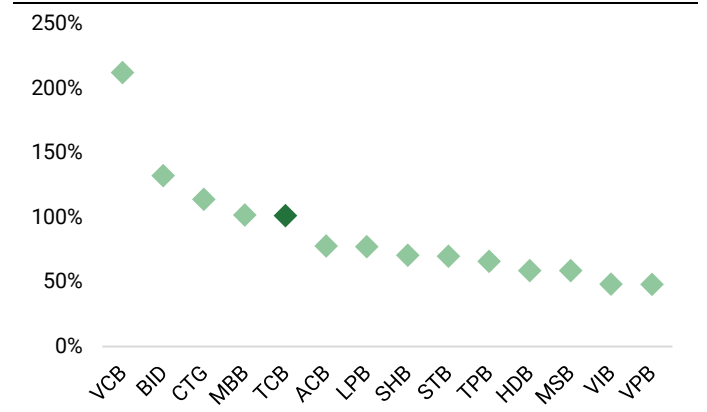
Hình 24: Nợ xấu theo của các NHTM tại H1 2024



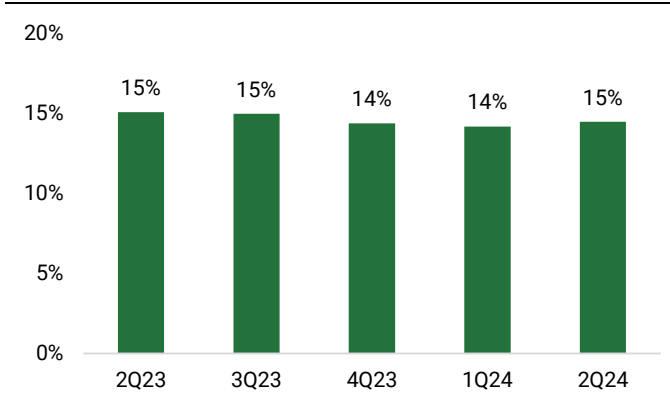
Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

Hình 25: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của TCB


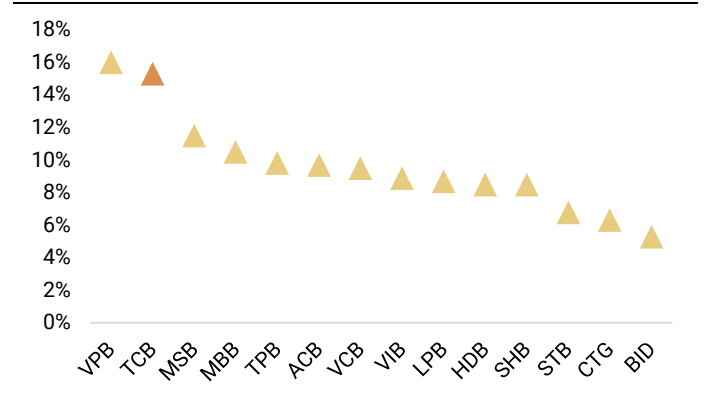
Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

Hình 26: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của các ngân hàng tại H1 2024


Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

Hình 27: Tỷ lệ CAR của TCB


Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

Hình 28: Vốn chủ sở hữu/Tài sản của các ngân hàng tại H1 2024


Nguồn: TCB, PHS tổng hợp

Thu nhập ngoài lãi

Thu nhập ngoài lãi tăng 32% lên 7,704 tỷ đồng nhờ lợi nhuận thanh toán tăng 5%YoY lên 3.2 nghìn tỷ đồng và Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư tăng gấp 3 lần lên 1.7 nghìn tỷ đồng. Phí Dịch vụ Ngân hàng đầu tư có sự cải thiện mạnh mẽ tăng gấp đôi cùng kỳ năm ngoái lên 1.8 nghìn tỷ đồng nhờ vị thế dẫn đầu của TCBS trong hoạt động bảo lãnh và phân phối trái phiếu cũng như thị trường TPDN đã có những tín hiệu cải thiện. Bên cạnh đó, hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng cũng có kết quả tích cực khi đạt khoảng lãi 956 tỷ đồng trong H1 2024, trong khi cùng kỳ lỗ 241 tỷ đồng. Trong nửa đầu năm 2024, thị trường ngoại hối & vàng biến động mạnh đã khiến cho TCB cải thiện được nguồn thu từ hoạt động này khi các doanh nghiệp cần các sản phẩm giảm thiểu rủi ro tỷ giá

| | H1 2023 | H1 2024 | %YoY |
|---|--------------|--------------|------------|
| Thu nhập từ dịch vụ thanh toán | 3,097 | 3,245 | 5% |
| Lãi/(lỗ) thuần từ kinh doanh ngoại hối và vàng | -241 | 956 | NA |
| Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư | 44 | 1,720 | 3x |
| Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh | 38 | 80 | 111% |
| Thu nhập từ bancassurance | 562 | 671 | 19% |
| Thu nhập từ các khoản cho vay đã xử lý bằng quỹ dự phòng rủi ro | 312 | 438 | 40% |
| Thu nhập/Lỗ khác | 1,991 | 594 | -70% |
| Thu nhập ngoài lãi | 5,803 | 7,704 | 33% |

Dự phóng Kết quả kinh doanh năm 2024F và 2025F

| ĐVT: tỷ đồng | 2023 | 2024F | %YoY | 2025F | %YoY | Diễn giải |
|-------------------------|----------|----------|----------|----------|--------|--|
| Tăng trưởng tín dụng | 21.6% | 21.5% | -0.1% | 21.8% | +0.3% | <p>Chúng tôi dự báo TCB tiếp tục là một trong những ngân hàng có tốc độ tăng trưởng tín dụng tốt nhất toàn ngành nhờ:</p> <p>(1) Ưu thế ở mảng cho vay khách hàng doanh nghiệp;</p> <p>(2) Kỳ vọng tín dụng tiêu dùng cải thiện trong năm 2025. Gần đây, NHNN đã ban hành Thông tư 12 cho phép các khoản vay tiêu dùng dưới 100 triệu đồng không yêu cầu kế hoạch sử dụng vốn. Điều này tạo điều kiện thuận lợi cho việc phục hồi cho vay bán lẻ.</p> |
| NIM | 4.06% | 4.41% | + 35 bps | 4.48% | +7 bps | <p>NIM của TCB kỳ vọng cải thiện nhờ:</p> <p>(1) Lợi thế của TCB về chi phí huy động vốn, tỷ lệ CASA tiếp tục ở mức cao trên 39%</p> <p>(2) Lãi suất liên ngân hàng sẽ bắt đầu giảm nhiệt từ Q3/2024 nhờ áp lực tỷ giá qua đi. NHNN đã thực hiện giảm lãi suất OMO ngay trong đầu tháng 8 khi khả năng Fed buộc phải mạnh tay giảm lãi suất đã ngày càng rõ rệt.</p> |
| Thu nhập lãi thuần | 27,691 | 35,932 | +29.8% | 43,405 | +20.8% | |
| Thu nhập ngoài lãi | 12,371 | 16,241 | +31.3% | 19,124 | +17.8% | <p>Các hoạt động thu ngoài lãi được PHS đánh giá cao nhờ:</p> <p>(1) Hoạt động kinh doanh trái phiếu dự kiến tiếp tục đóng góp lợi nhuận trong năm 2025 nhờ xu hướng giảm lãi suất.</p> <p>(2) Ngoài ra, phí Dịch vụ ngân hàng đầu tư cũng sẽ tiếp tục tăng trưởng khi thị trường TPĐN dự báo hồi phục khả quan hơn trong giai đoạn tới, đi cùng với phí phát hành, TCB cũng sẽ gia tăng được phí môi giới.</p> <p>- Chúng tôi chưa kỳ vọng sự hồi phục hoàn toàn của mảng Bancassurance khi tăng trưởng của bảo hiểm nhân thọ còn chưa chắc chắn.</p> |
| Chi phí hoạt động | (13,252) | (16,698) | +26.0% | (20,402) | +22.2% | |
| Chi phí dự phòng rủi ro | (3,921) | (5,530) | +41.0% | (6,466) | +16.9% | |
| LNST | 18,191 | 23,965 | +31.7% | 28,538 | +19.1% | |
| NPL ratio | 1.16% | 1.17% | +1 bps | 1.19% | +2 bps | <p>Tỷ lệ hình thành Nợ xấu của TCB có thể chậm lại trong quý tiếp theo. Hơn nữa, khi hoạt động kinh tế tăng tốc, các doanh nghiệp và cá nhân sẽ có nhiều nguồn lực hơn để trả nợ. Thông tư 06/2024/TT-NHNN về cơ cấu lại nợ cho phép cơ cấu lại các khoản nợ xấu đến ngày 31 tháng 12 năm 2024, sẽ hỗ trợ ngân hàng kiểm soát chất lượng nợ xấu.</p> |
| Tỷ lệ bao phủ nợ xấu | 102.2% | 107.3% | +5.1% | 109.0% | +1.7% | <p>Chúng tôi cho rằng ban lãnh đạo TCB sẽ tiếp tục duy trì quan điểm thận trọng trong quản lý chất lượng tài sản như trong năm 2024. Luật bất động sản mới giúp các ngân hàng dễ dàng hơn trong việc ghi nhận giá trị từ tài sản thế chấp. Tuy nhiên, quá trình xử lý nợ xấu gặp khó khăn do Luật Tổ chức tín dụng mới chưa hợp thức hóa hoàn toàn Nghị quyết 42 về quyền tiếp quản tài sản thế chấp, thứ tự ưu tiên thanh toán tiền thu được, v.v.</p> |

Định giá và khuyến nghị

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu lợi nhuận thặng dư (Residual Income) và P/B, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với TCB là 28,200 VNĐ/CP, tương ứng mức P/E và P/B forward 2024 lần lượt là 8.3x và 1.3x. Qua đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị: Mua cho cổ phiếu TCB, với upside so với giá hiện tại là 28%, cao hơn 3% so với Báo cáo chiến lược được công bố vào tháng 6/2024, nhờ gia tăng kỳ vọng về triển vọng khả quan của ngân hàng trong H2 2024. Hiện tại TCB đang giao dịch ở mức 1.1x, thấp hơn mức trung bình 3 năm là 1.2x.

| Các tiêu chí (Đvt : tỷ đồng) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|--|---------------|--------|--------|--------|--------|
| Chi phí VCSH | 12.9% | 12.9% | 12.9% | 12.9% | 12.9% |
| Chi phí VCSH dài hạn | | | | | 12.9% |
| Tăng trưởng dài hạn sau 2028 | | | | | 1% |
| Lợi nhuận ròng | 23,965 | 28,538 | 33,394 | 37,807 | 42,263 |
| Thu nhập thặng dư | 6,987 | 8,492 | 9,691 | 9,820 | 9,423 |
| Giá trị hiện tại của Thu nhập thặng dư (5 năm) | 6,218 | 6,709 | 6,784 | 6,088 | 49,170 |
| Giá trị hiện tại của Giá trị cuối cùng | | | | | 43,987 |
| Tổng giá trị hiện tại của dòng thu nhập thặng dư | 74,969 | | | | |
| Vốn chủ sở hữu | 131,616 | | | | |
| Cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu) | 7,045 | | | | |
| Giá hợp lý (VNĐ/CP) | 29,324 | | | | |

Phương pháp P/B

| | |
|----------------------------|---------------|
| Giá trị sổ sách/CP | 29,324 |
| LTM P/B | 1.09x |
| Giá hợp lý (VNĐ/CP) | 24,042 |

| | Residual Income | P/B | Giá hợp lý |
|---------------------|-----------------|--------|---------------|
| Giá hợp lý (VNĐ/CP) | 29,324 | 24,042 | 28,200 VNĐ/cp |
| Tỷ trọng | 80% | 20% | |

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

| Kết quả kinh doanh | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| Thu nhập lãi | 44,753 | 56,708 | 60,844 | 74,023 | 89,078 |
| Chi phí lãi | -14,463 | -29,017 | -24,912 | -30,618 | (37,019) |
| Thu nhập lãi thuần | 30,290 | 27,691 | 35,932 | 43,405 | 52,059 |
| Thu nhập ngoài lãi | 10,612 | 12,371 | 16,241 | 19,124 | 22,350 |
| Tổng thu nhập hoạt động | 40,902 | 40,061 | 52,173 | 62,529 | 74,409 |
| Chi phí hoạt động | -13,398 | -13,252 | -16,698 | -20,402 | (25,233) |
| Lợi nhuận thuần trước dự phòng | 27,504 | 26,809 | 35,475 | 42,127 | 49,176 |
| Chi phí dự phòng | -1,936 | -3,921 | -5,530 | -6,466 | (7,445) |
| Tổng lợi nhuận trước thuế | 25,568 | 22,888 | 29,945 | 35,661 | 41,731 |
| Chi phí thuế | -5,131 | -4,697 | -5,980 | -7,123 | (8,337) |
| Lợi nhuận sau thuế | 20,436 | 18,191 | 23,965 | 28,538 | 33,394 |
| Cân đối kế toán | | | | | |
| Tiền và tương đương tiền | 4,216 | 3,621 | 4,023 | 4,721 | 5,270 |
| Tiền gửi tại NHNN | 11,476 | 27,141 | 29,502 | 33,048 | 38,104 |
| Tiền gửi tại các TCTD | 82,874 | 104,072 | 104,072 | 125,482 | 131,748 |
| Đầu tư ngắn hạn | 961 | 4,577 | 5,020 | 5,508 | 6,044 |
| Cho vay Khách hàng | 420,524 | 518,642 | 639,367 | 783,759 | 926,110 |
| Dự phòng rủi ro cho vay | -4,771 | -6,128 | -8,027 | -10,166 | (12,437) |
| Chứng khoán đầu tư | 103,652 | 104,994 | 115,064 | 126,084 | 153,774 |
| Góp vốn, đầu tư dài hạn | 13 | 3,046 | 3,046 | 3,046 | 3,046 |
| Tài sản cố định | 3,697 | 3,528 | 3,740 | 3,964 | 4,202 |
| Tài sản khác | 71,570 | 80,543 | 92,093 | 105,299 | 120,399 |
| Tổng cộng tài sản | 699,033 | 849,482 | 993,587 | 1,186,773 | 1,382,650 |
| Tổng nợ phải trả | 585,608 | 717,866 | 838,193 | 1,003,028 | 1,165,698 |
| Nợ Chính phủ & NHNN | 8 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tiền vay của các TCTD | 167,563 | 153,173 | 153,694 | 153,694 | 153,694 |
| Tiền gửi của khách hàng | 358,404 | 454,661 | 536,398 | 674,449 | 810,713 |
| Giấy tờ có giá | 34,007 | 84,703 | 116,900 | 136,638 | 156,097 |
| Các khoản nợ khác | 25,626 | 25,329 | 31,201 | 38,247 | 45,194 |
| Vốn chủ sở hữu | 113,425 | 131,616 | 155,394 | 183,745 | 216,952 |
| Tổng nguồn vốn | 699,033 | 849,482 | 993,587 | 1,186,773 | 1,382,650 |

| Chỉ tiêu tăng trưởng | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|--|-------|--------|-------|-------|-------|
| Tăng trưởng tín dụng | 12.5% | 21.6% | 21.5% | 21.8% | 18.3% |
| Tăng trưởng huy động tiền gửi | 13.9% | 26.9% | 18.0% | 25.7% | 20.2% |
| Tăng trưởng thu nhập lãi thuần | 13.4% | -8.6% | 29.8% | 20.8% | 19.9% |
| Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi | 2.3% | 16.6% | 31.3% | 17.8% | 16.9% |
| Tăng trưởng thu nhập hoạt động | 10.3% | -2.1% | 30.2% | 19.8% | 19.0% |
| Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế | 10.0% | -10.5% | 30.8% | 19.1% | 17.0% |
| Tăng trưởng tổng tài sản | 22.9% | 21.5% | 17.0% | 19.4% | 16.5% |
| Tăng trưởng Tài sản Có sinh lãi (IEA) | 18.8% | 22.0% | 17.5% | 20.3% | 16.9% |
| Tăng trưởng Nợ chịu lãi (IBL) | 21.5% | 23.7% | 16.5% | 19.6% | 16.1% |
| Chỉ số tài chính | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
| Khả Năng Sinh Lãi | | | | | |
| Tỷ trọng thu nhập lãi thuần | 74.1% | 69.1% | 68.9% | 69.4% | 70.0% |
| Tỷ trọng thu nhập ngoài lãi | 25.9% | 30.9% | 31.1% | 30.6% | 30.0% |
| Tỷ suất LN ròng | 50.0% | 45.4% | 45.9% | 45.6% | 44.9% |
| ROAA | 3.2% | 2.3% | 2.6% | 2.6% | 2.6% |
| ROAE | 19.8% | 14.8% | 16.6% | 16.7% | 16.6% |
| Chỉ số riêng | | | | | |
| Tỷ lệ Chi Phí/ Thu nhập HD (CIR) | 32.8% | 33.1% | 32.0% | 32.6% | 33.9% |
| Tỷ lệ cho vay/ Tiền gửi (LDR) (*) | 81.6% | 80.1% | 83.5% | 85.0% | 86.5% |
| Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM) | 5.4% | 4.06% | 4.41% | 4.5% | 4.5% |
| Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi cận biên (NNIM) | 1.9% | 1.8% | 2.0% | 2.0% | 1.9% |
| Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) | 37.0% | 39.9% | 38.0% | 38.3% | 38.4% |
| Tỷ lệ nợ xấu (NPL) | 0.72% | 1.16% | 1.17% | 1.19% | 1.20% |

(Nguồn: TCB, PHS tổng hợp)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Nguyễn Thị Mỹ Liên, Trưởng phòng phân tích** và **Nguyễn Thị Thảo Vy, Chuyên viên phân tích** – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận
3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân
Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,
Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,
Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận
Hai Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải
Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801