

Techcombank (TCB)

Bước đi mới trong mảng bancassurance

27/11/2024

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

Triển vọng về tăng trưởng tín dụng tương đối tích cực cho giai đoạn 2025-2027

Hạn mức tín dụng mới của TCB đã được điều chỉnh từ mức 16% đầu năm lên 18.4%, tuy nhiên đến hết quý 3 tăng trưởng tín dụng của ngân hàng đã đạt 17.4% YTD. Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ có thêm room tín dụng để phục vụ cho mùa cao điểm trong những tháng cuối năm. KBSV dự báo ngân hàng sẽ duy trì mức tăng trưởng 21% YoY cho năm 2024 và 16-18% cho giai đoạn 2025-2027.

Những thay đổi mới trong mảng kinh doanh bảo hiểm

TCB và Manulife đã kết thúc hợp đồng hợp tác độc quyền phân phối bảo hiểm từ tháng 10/2024, tác động của sự kiện này bảo gồm (1) thu phí từ mảng bancassurance dự kiến sẽ chịu ảnh hưởng trong thời gian tới; (2) chi phí hoạt động tăng do TCB bồi thường khoảng 1,800 tỷ đồng cho Manulife. Ngân hàng cho biết đang tìm đối tác chiến lược mới cho mảng này.

Trở thành nhà đồng đầu tư cho Concert Anh Trai Vượt Ngàn Trùng Gai giúp TCB định vị thương hiệu tốt hơn

TCB đã triển khai chương trình tặng vé Concert cho khách hàng hiện hữu/ khách hàng mới mở tài khoản tại TCB, đi kèm điều kiện sử dụng tính năng Sinh lời tự động. Chương trình ATVNTG đang thu hút sự quan tâm của đông đảo các khán giả, điều này sẽ mang lại: (1) lượng lớn tiền gửi không kỳ hạn với chi phí thấp (0.2-0.5%); (2) gia tăng tệp KH và KH tiềm năng cho ngân hàng trong tương lai.

Định giá - Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 33,400 VNĐ/CP

Khuyến nghị MUA cổ phiếu TCB với giá mục tiêu 33,400 VNĐ/CP - tiềm năng tăng giá 42% so với giá đóng cửa ngày 27/11/2024.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	33,400 VNĐ
Tăng/giảm (%)	42%
Giá hiện tại (27/11/2024)	VND 23,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 28,100
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	166.6/6.6

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	68.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	338.0/13.6
Sở hữu nước ngoài (%)	22.2%
Cổ đông lớn	MSN (14.9%)

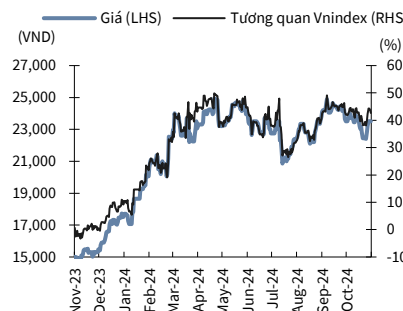
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.0	4.4	1.3	56.4
Tương đối	1.4	8.0	3.5	43.7

Dự phóng KQKD & định giá

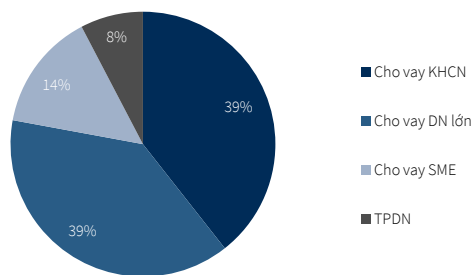
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	30,290	27,691	35,616	40,809
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	27,504	26,809	33,918	38,051
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	20,436	18,191	23,052	27,709
EPS (đồng/cổ phiếu)	5,729	5,111	3,238	3,888
Tăng trưởng EPS (%YoY)	11%	-11%	-37%	20%
PER (x)	4.1	4.6	7.3	6.0
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	32,248	37,364	25,158	27,232
PBR (x)	0.73	0.63	1.18	1.09
ROE (%)	19.8%	14.8%	14.9%	15.0%
Tỷ suất cổ tức	0.0%	0.0%	3.1%	3.1%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 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

Tăng trưởng tín dụng ở mức cao so với toàn ngành, kỳ vọng tăng trưởng duy trì mức 16-18% trong giai đoạn 2025-2027, trong đó cho vay lĩnh vực BĐS là động lực tăng trưởng chính.

NIM năm 2025 duy trì trên mức 4% nhờ quản trị tốt chi phí vốn (CoF) khi phát huy lợi thế về CASA.

TCB vẫn nằm trong nhóm các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt NPL ở mức thấp so với toàn ngành.

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

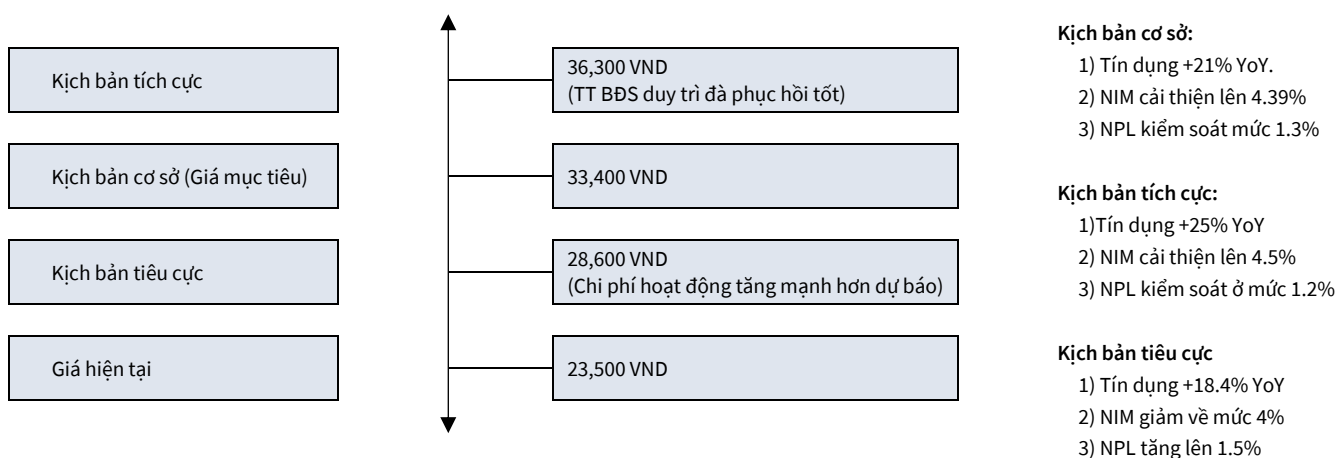
Dự phóng kết quả kinh doanh

(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)	35,616	40,809	1%	-5%	35,325	41,410	+0.8%	-1.5%
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	33,918	38,051	0%	-4%	33,536	39,372	+1.1%	-3.4%
LNST ngân hàng mẹ	22,809	27,393	0%	-6%	22,333	27,313	+2.1%	+0.3%

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



HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

LNTT 9T2024 tăng trưởng khả quan – hoàn thành 85% kế hoạch cả năm của ngân hàng

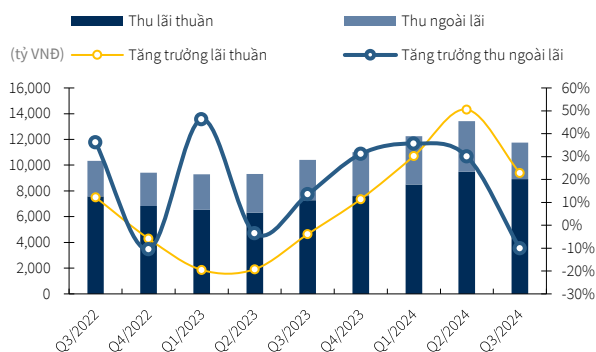
Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm tương đối tích cực với tăng trưởng tín dụng đạt 17.4% YTD – mức cao nhất ngành. Luỹ kế 9 tháng, TCB ghi nhận lợi nhuận trước thuế đạt 18,340 tỷ đồng (+34% YoY), hoàn thành 85% kế hoạch năm. NIM suy giảm nhẹ trong quý 3 do áp lực chi phí vốn tăng và lợi suất sinh lời giảm. Chất lượng tài sản vẫn được duy trì tương đối ổn định với kỳ vọng nợ xấu đã tạo đỉnh trong quý 3.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q3/2023	Q2/2024	Q3/2024	+/-%YoY	+/-QoQ	Chú thích
Thu nhập lãi thuần	7,272	9,478	8,929	22.8%	-5.8%	Mặc dù tín dụng ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng nhất ngành trong quý 3/2024, thu nhập lãi thuần giảm 6% do áp lực NIM (theo quý) suy giảm.
Thu nhập ngoài lãi	3,146	3,942	2,826	-10.2%	-28.3%	Thu nhập ngoài lãi giảm mạnh, trong đó: - Thu nhập dịch vụ -21% QoQ, -14% YoY do giảm thu nhập phí từ nghiệp vụ thư tín dụng L/C (-28%QoQ - thay đổi quy định pháp lý về cách hạch toán) và ngân hàng đầu tư (-28% QoQ do không có yếu tố đột biến như trong quý 2) - Hoạt động ngoại hối giảm mạnh (-85% QoQ, -50% YoY) do biến động của tỷ giá trên thị trường. Đây là ảnh hưởng chung nên cũng diễn ra ở hầu hết các ngân hàng khác mà chúng tôi theo dõi. - Lãi từ hoạt động mua/bán chứng khoán -48% QoQ, -38% YoY; trong khi đó thu hồi từ nợ đã xử lý trong quý 3 đạt 391 tỷ đồng (+88% YoY).
Tổng thu nhập hoạt động	10,418	13,420	11,754	12.8%	-12.4%	
Chi phí hoạt động	(3,631)	(3,949)	(3,431)	-5.5%	-13.1%	Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt trong quý 3, cùng với TOI vẫn ghi nhận tăng trưởng nên tỷ lệ CIR vẫn được kiểm soát dưới mức 30%. TCB kỳ vọng sẽ kiểm soát chi phí trong khoảng 33-34% do chi phí hoạt động có thể tăng mạnh trong quý 4 khi ngân hàng đẩy mạnh đầu tư cho một số lĩnh vực.
CIR	34.8%	29.4%	29.2%	-566bps	-23bps	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(945)	(1,644)	(1,109)	17.4%	-32.5%	Chi phí dự phòng tăng so với cùng kỳ năm trước nhưng đã giảm 33% so với quý trước, nhờ vậy tỷ lệ chi phí dự phòng vẫn được kiểm soát dưới 1%.
LNTT	5,843	7,827	7,214	23.5%	-7.8%	
LNST	4,669	6,270	5,793	24.1%	-7.6%	
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	13.5%	12.9%	17.5%			Tín dụng tính đến cuối quý 3 tăng 4% so với quý 2 và đạt mức tăng trưởng hơn 17% tính từ đầu năm đến nay, gần hoàn thành hạn mức được cấp mới 18.4%, trong đó: - Cho vay khách hàng +20.8% YTD, TPDN giảm mạnh 21.9% YTD. - Tín dụng giải ngân cho nhóm KHDN +3% QoQ đến từ các ngành Xây dựng, VLXD, du lịch nghỉ dưỡng trong khi cho vay phát triển BDS đi ngang. Cho vay KHCN dấu hiệu phục hồi khi ghi nhận mức tăng mạnh hơn nhóm KHDN (+6% QoQ) và được dẫn dắt chủ yếu bởi tín dụng cho vay mua nhà.
Tăng trưởng huy động (YTD)	12.5%	8.1%	9.7%			
NIM	4.17%	4.43%	4.41%	24bps	-1bps	NIM (theo quý) giảm 43bps phản ánh động thái hỗ trợ khách hàng trong hoạt động cho vay khiến lợi suất IEA giảm nhanh hơn chi phí vốn (CoF). Dù vậy, NIM trượt 12 tháng (TTM) theo tính toán của chúng tôi chỉ giảm nhẹ 2bps QoQ và nhìn chung chi phí vốn vẫn đang được ngân hàng kiểm soát tương đối tốt trong bối cảnh mặt bằng LSHĐ được tái định ở mức cao hơn thời gian qua.
NPL	1.36%	1.23%	1.29%	+6bps	+6bps	Tỷ lệ nợ xấu tăng từ 1.23% trong quý trước lên 1.3% quý này. Tuy nhiên, những tín hiệu tích cực cho thấy chất lượng tài sản cải thiện tốt hơn bao gồm: tỷ lệ hình thành nợ xấu và nợ xấu xử lý bằng dự phòng có xu hướng giảm trong khi chi phí tín dụng cũng đang chững lại; tỷ lệ bao phủ nợ xấu của TCB đã quay trở lại ngưỡng 103%.

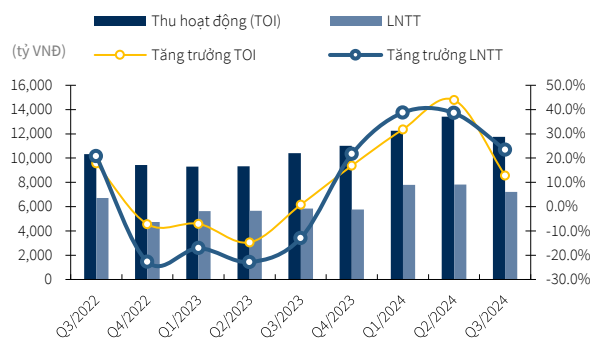
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 1. Tăng trưởng lãi thuần và thu ngoài lãi theo quý



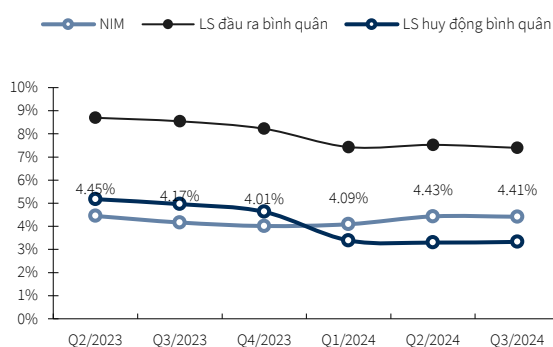
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 3. Tăng trưởng TOI và LNTT



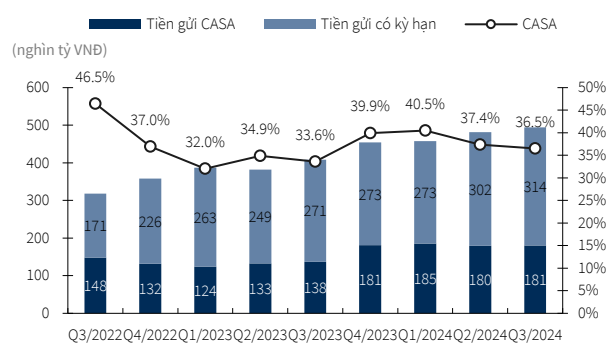
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 4. Biến động NIM theo quý



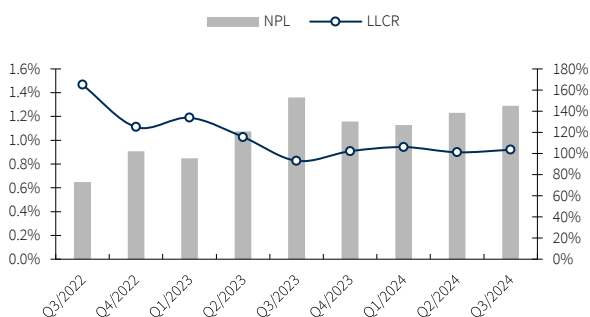
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 5. Cơ cấu huy động



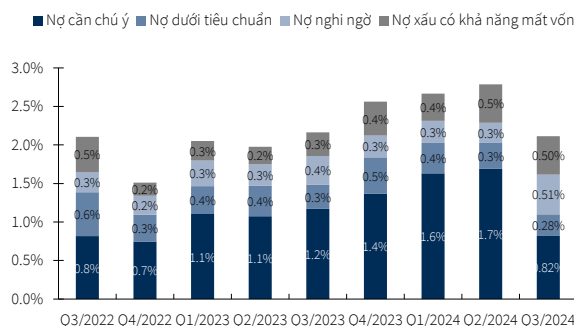
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 6. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và bao phủ nợ xấu (LLCR)



Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 7. Tỷ trọng các nhóm nợ/tổng tín dụng



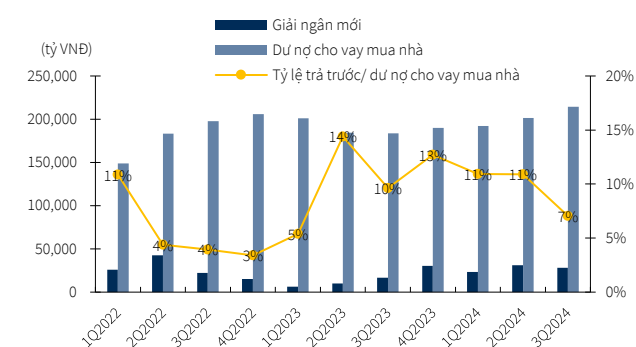
Nguồn: TCB, KBSV

Triển vọng về tăng trưởng tín dụng tương đối tích cực cho giai đoạn 2025-2027

Hạn mức tín dụng mới của TCB đã được điều chỉnh từ mức 16% đầu năm lên 18.4%, tuy nhiên đến hết quý 3 tăng trưởng tín dụng của ngân hàng đã đạt 17.4% YTD. Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ có thêm room tín dụng để phục vụ cho mùa cao điểm trong những tháng cuối năm. KBSV dự báo ngân hàng sẽ duy trì mức tăng trưởng 21% YoY cho năm 2024 và 16-18% cho giai đoạn 2025-2027, dựa trên cơ sở:

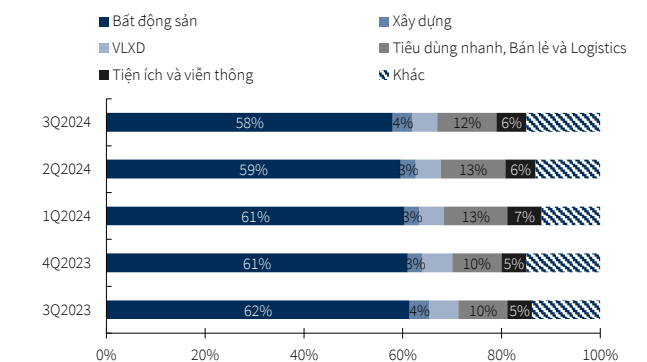
- (1) Thị trường BĐS hồi phục tốt hơn sẽ thúc đẩy hoạt động cho vay mua nhà. Diễn biến thị trường BĐS tương đối khả quan trong quý 3, quý 4 nhờ nguồn cung thị trường gia tăng; thị trường miền Nam bắt đầu bắt kịp dần với TT miền Bắc; bộ luật mới có hiệu lực hỗ trợ cho tâm lý chung của thị trường. Trong khi đó, tại TCB giải ngân cho vay mua nhà là động lực chính dẫn dắt tăng trưởng tín dụng nhóm KHCN (+6.6% QoQ, +14%YTD), đưa tỷ trọng (tính trên tổng tín dụng) đối với sản phẩm này tăng từ 29% lên 31% trong quý 3. Tỷ lệ trả trước giảm mạnh về mức 7% sau 5 quý lên tiếp duy trì mức trên 10%; giải ngân mới đạt 28 nghìn tỷ VNĐ là mức cao cho thấy mức độ bị ảnh hưởng bởi yếu tố mùa vụ (quý 3 có tháng ngâu) hay bão Yagi không quá đáng kể.
- (2) Như đã đề cập trong báo cáo các quý trước, TCB đang thực hiện chiến lược đa dạng hoá danh mục cho vay sang các lĩnh vực khác như FMCG, Bán lẻ, Logistics... Chúng tôi nhận thấy giải ngân cho các lĩnh vực này tốt lên nhờ kinh tế chung ổn định hơn, cùng với mùa tín dụng cao điểm ở hiện tại, KBSV lạc quan với tốc độ tăng trưởng tín dụng của TCB cho cả năm 2024 cũng như các năm tới.

Biểu đồ 8. Diễn biến giải ngân cho vay mua nhà



Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 9. Cho vay theo lĩnh vực



Nguồn: TCB, KBSV

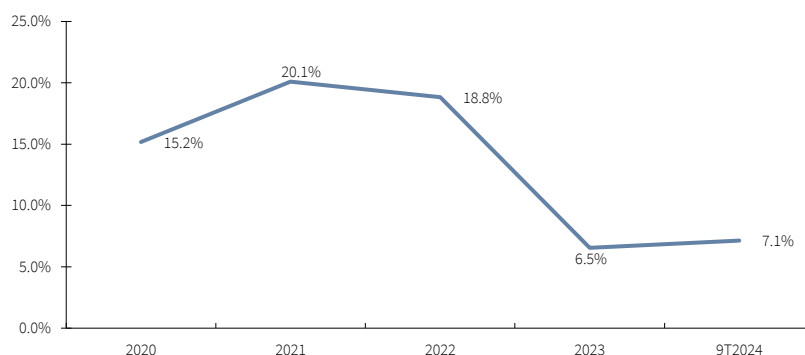
Những thay đổi mới trong mảng kinh doanh bảo hiểm

Đối với mảng bảo hiểm nhân thọ, TCB và Manulife đã kết thúc hợp đồng hợp tác độc quyền phân phối bảo hiểm từ tháng 10/2024 do những thay đổi về điều kiện thị trường. Tác động của sự kiện này bao gồm (1) thu phí từ mảng bancassurance dự kiến sẽ chịu ảnh hưởng trong thời gian tới, nhưng mức độ ảnh hưởng sẽ không quá đáng kể do thu nhập từ mảng này hiện chiếm tỷ trọng khoảng 7-8% thu nhập hoạt động dịch vụ (NFI) (biểu đồ 10) và đóng góp khoảng 2-3% LNTT của ngân hàng; (2) chi phí hoạt động tăng do TCB bồi thường khoảng 1,800 tỷ đồng cho Manulife (hạch toán trong quý 4/2024). Ngân hàng cho biết cũng đang tìm đối tác chiến lược mới cho mảng này.

Đối với mảng bảo hiểm phi nhân thọ, chúng tôi cho rằng TCB đang chủ động hơn trong khâu phát triển sản phẩm thay vì chỉ phân phối sau khi có thêm công ty bảo hiểm gia nhập vào hệ sinh thái. TCB hiện đang nắm giữ 11% cổ phần tại Công ty cổ phần Bảo hiểm phi nhân thọ Techcom mới thành lập và sẽ tận dụng thương hiệu để phát triển quan hệ hợp tác này.

Những sự vụ bê bối trong ngành bảo hiểm giai đoạn cuối năm 2022 đã khiến hoạt động bancassurance trải qua 2 năm khó khăn sau đó. Điều này cũng dẫn đến việc thắt chặt quy định pháp luật như Thông tư 67 không cho phép các ngân hàng tư vấn và bán sản phẩm BH liên kết đầu tư trước và sau 60 ngày giải ngân. Doanh thu phí bảo hiểm khai thác mới giảm mạnh kể từ năm 2023, bancassurance tại TCB nói riêng giảm tỷ trọng đóng góp từ 20% (giai đoạn 2020-2021) về 6-8% trong 2023-2024.

Biểu đồ 10. Tỷ trọng thu nhập phí từ mảng bancassurance/ NFI



Nguồn: TCB, KBSV

NIM chịu áp lực trong ngắn hạn

Chúng tôi đánh giá triển vọng NIM trong giai đoạn cuối năm 2024 – đầu năm 2025 sẽ ít khả quan hơn so với 6T2024:

- (1) Lợi suất trên tài sản sinh lời giảm mạnh trong quý 3 khi ngân hàng tiếp tục hỗ trợ khách hàng thông qua chính sách Flexible Pricing bên cạnh việc cạnh tranh lãi suất giữa các ngân hàng chưa có dấu hiệu hạ nhiệt khiến lãi suất cho vay khó tăng lại như kỳ vọng trước đó. Bên cạnh đó, các khoản vay ngắn hạn gia tăng tỷ trọng trong khi lãi vay trung bình của nhóm này giảm 60bps QoQ cũng góp phần làm IEA bình quân giảm. Dù vậy, với nhu cầu tín dụng được kỳ vọng tích cực hơn trong quý 4 và mặt bằng lãi suất neo mức cao hơn trong 2025, chúng tôi dự báo IEA của ngân hàng sẽ cải thiện tốt hơn, có thể giảm ít hơn hoặc tăng trở lại.
- (2) Lãi suất đầu vào dự kiến tăng nhẹ do áp lực tăng huy động về cuối năm nhưng ảnh hưởng đến NIM không quá lớn do TCB phát huy lợi thế CASA dồi dào và sản phẩm Sinh lời tự động (Auto Earnings) đang cho thấy những hiệu quả tích cực. Số dư Auto Earnings đạt khoảng 19 nghìn tỷ đồng trong quý 3 và dự kiến tăng mạnh trong quý 4 - sau khi TCB trở thành nhà đồng đầu tư cho Concert Anh Trai Vượt Ngàn Trông Gai (ATVNTG).

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng NIM cho cả năm 2024 và 2025 sẽ vẫn được duy trì trên 4%. Lãi suất cho vay nhiều khả năng đã tạo đáy và sẽ tăng lại, cân đối với áp lực tăng chi phí huy động trong năm tới.

Trở thành nhà đồng đầu tư cho Concert Anh Trai Vượt Ngàn Trông Gai giúp TCB định vị thương hiệu tốt hơn

Việc tham gia và trở thành nhà tài trợ kim cương/ đồng tổ chức cho Concert Anh Trai Vượt Ngàn Trông Gai dự kiến giúp TCB định vị thương hiệu tốt hơn. Cụ thể, TCB đã triển khai chương trình tặng vé Concert cho khách hàng hiện hữu/ khách hàng mới mở tài khoản tại TCB, đi kèm điều kiện sử dụng tính năng Sinh

lời tự động. Chương trình ATVNTG đang thu hút sự quan tâm của đông đảo các khách giả, điều này sẽ mang lại: (1) lượng lớn tiền gửi không kỳ hạn với chi phí thấp (0.2-0.5%); (2) gia tăng tệp KH và KH tiềm năng cho ngân hàng trong tương lai. Chúng tôi cũng lưu ý việc ngân hàng tham gia tài trợ cũng sẽ làm tăng chi phí hoạt động trong kỳ.

Biểu đồ 11. NIM giữa các ngân hàng

	IEA			COF			NIM (LTM)		
	2Q2024	3Q2024	+/- bps (QoQ)	2Q2024	3Q2024	+/- bps (QoQ)	2Q2024	3Q2024	+/- bps (QoQ)
BID	5.70%	5.66%	-4	3.88%	3.66%	-22	2.50%	2.47%	-3
VCB	5.06%	5.03%	-3	2.72%	2.44%	-28	2.99%	3.00%	1
CTC	5.97%	5.88%	-9	3.57%	3.28%	-29	2.97%	3.01%	4
MBB	7.08%	7.04%	-4	3.57%	3.42%	-15	4.44%	4.38%	-6
TCB	7.53%	7.40%	-13	3.61%	3.44%	-17	4.43%	4.42%	-1
ACB	6.72%	6.81%	9	3.65%	3.52%	-13	3.84%	3.87%	3
STB	7.59%	7.64%	5	4.87%	4.46%	-41	3.54%	3.73%	19
SIB	7.87%	7.32%	-55	5.88%	5.36%	-52	3.27%	2.96%	-31
HDB	10.35%	10.19%	-16	5.59%	5.19%	-40	5.44%	5.86%	42
VIB	7.38%	7.36%	-2	4.26%	4.09%	-17	4.16%	3.99%	-17
TPB	7.62%	7.29%	-33	4.33%	3.94%	-39	4.16%	4.05%	-11
MSB	6.50%	6.51%	1	3.57%	3.42%	-15	3.79%	3.62%	-17
EIB	6.44%	6.34%	-10	4.71%	4.13%	-58	2.65%	2.90%	25
OCB	7.51%	7.15%	-36	5.14%	4.58%	-56	3.58%	3.43%	-15
VBB	6.75%	6.77%	2	5.62%	5.22%	-40	1.89%	2.10%	21
VBS	7.05%	6.59%	-46	5.99%	5.11%	-88	2.08%	2.33%	25
KLB	8.56%	8.62%	6	5.77%	5.15%	-62	3.12%	3.62%	50
PGB	6.09%	5.99%	-10	3.75%	3.51%	-24	2.80%	2.95%	15

Nguồn: Báo cáo các ngân hàng

Biểu đồ 12. Lãi suất cho vay bình quân

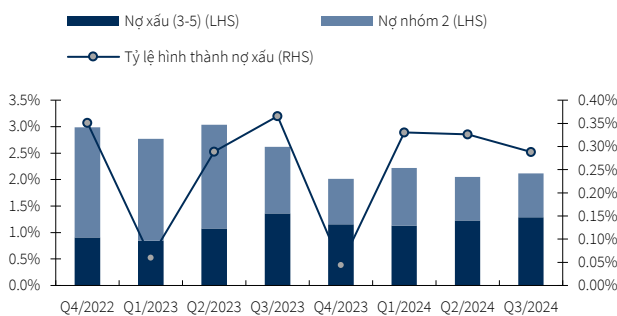
Tỷ trọng	2Q2023	3Q2023	4Q2023	1Q2024	2Q2024	3Q2024
LS vay >10%	43%	44%	31%	28%	23%	21%
LS vay 8% ->10%	21%	20%	31%	25%	22%	19%
LS vay <8%	36%	36%	38%	47%	55%	59%
Lãi suất TB						
LS vay >10%	12.9%	12.5%	12.6%	12.9%	13.5%	13.60%
LS vay 8% ->10%	9.0%	9.0%	9.2%	9.2%	9.1%	9.10%
LS vay <8%	5.9%	5.6%	5.9%	6.0%	6.1%	5.50%
Lợi suất TB các khoản vay	9.6%	9.3%	9.0%	8.7%	8.5%	7.8%

Nguồn: TCB, KBSV

Chất lượng tài sản duy trì ổn định

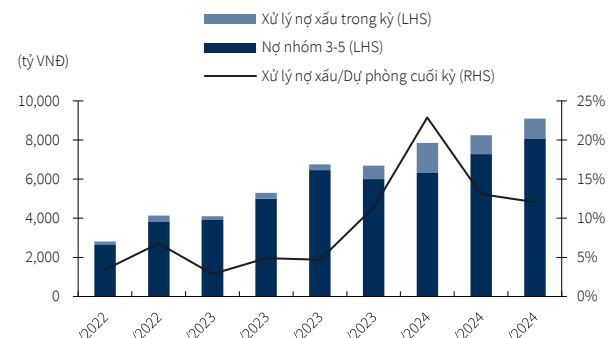
Chất lượng tài sản duy trì tương đối ổn định trong quý 3: nợ xấu tăng 11% QoQ do gia tăng nợ nhóm 4 và nhóm 5, trong khi nợ nhóm 3 giảm 17%. Tốc độ gia tăng của nợ xấu xấu hình thành chậm hơn 2 quý liên trước, tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng thêm 6bps QoQ lên mức 1.29%, nhưng vẫn ở mức thấp gần như nhất ngành. Trích lập trong quý 3 thấp hơn 2 quý trước nhưng đồng thời nợ xấu xử lý chỉ khoảng 200 tỷ đồng – giảm mạnh so với mức ~2,000 tỷ trong 6T đầu năm, nhờ vậy tỷ lệ bao phủ vẫn duy trì ổn định ở mức 103%. Chi phí tín dụng 9T2024 là 0.9% - phù hợp với mục tiêu <1% của ngân hàng. Ngoài ra, nợ tái cơ cấu theo TT02 của TCB đã giảm về hơn 400 tỷ đồng – chiếm 0.1% tổng tín dụng, nên dự kiến sẽ không ảnh hưởng nhiều đến nợ xấu khi Thông tư hết hạn cuối năm nay. Diễn biến về chất lượng tài sản khả quan hơn trong quý 3 cho thấy nợ xấu của TCB nhiều khả năng đã tạo đỉnh trong quý 3/2024.

Biểu đồ 13. Nợ xấu và tỷ lệ hình thành nợ xấu



Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 14. Xử lý nợ xấu



Nguồn: TCB, KBSV

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Bảng 15. Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Thu nhập lãi thuần (NII)	27,691	35,523	28.3%	40,722	14.6%	Giữ nguyên kỳ vọng tăng trưởng tín dụng và NIM ở kịch bản cơ sở là 21% YoY và 4.38%.
Thu ngoài lãi (NOII)	12,370	15,007	21.3%	15,814	5.4%	Điều chỉnh giảm nhẹ thu từ hoạt động bancassurance, NOII của năm 2025 đi ngang trên nền cao của năm 2024.
Tổng thu nhập hoạt động	40,061	50,531	26.1%	56,536	11.9%	
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng RRTD	26,809	33,856	26.3%	37,992	12.2%	
Chi phí trích lập dự phòng	(3,921)	(5,103)	30.1%	(3,415)	-33.1%	Chất lượng tài sản tương đối ổn định trong cả năm 2024 phần nào giảm bớt áp lực trích lập cho giai đoạn tới.
Lợi nhuận trước thuế	22,888	28,753	25.6%	34,578	20.3%	
NIM	4.01%	4.38%	37bps	4.39%	1bps	NIM có thể suy giảm nhẹ trong ngắn hạn nhưng sẽ vẫn duy trì ở mức trên 4%.
Lãi suất đầu ra bình quân	8.22%	7.43%	-79bps	7.45%	3bps	
Lãi suất đầu vào bình quân	4.63%	3.38%	-124bps	3.45%	7bps	
CIR	33.1%	33.0%	-8bps	32.8%	-20bps	Điều chỉnh tăng chi phí hoạt động do TCB hạch toán bồi thường cho Manulife và việc tài trợ cho chương trình gameshow cũng làm tăng chi phí hoạt động trong kỳ.
NPL	1.16%	1.30%	14bps	1.25%	-5bps	NPL dự kiến được kiểm soát ở mức 1.2-1.3%
Tổng tài sản	849,482	964,368	13.5%	1,109,447	15.0%	
Vốn chủ sở hữu	131,616	177,193	34.6%	202,328	14.2%	

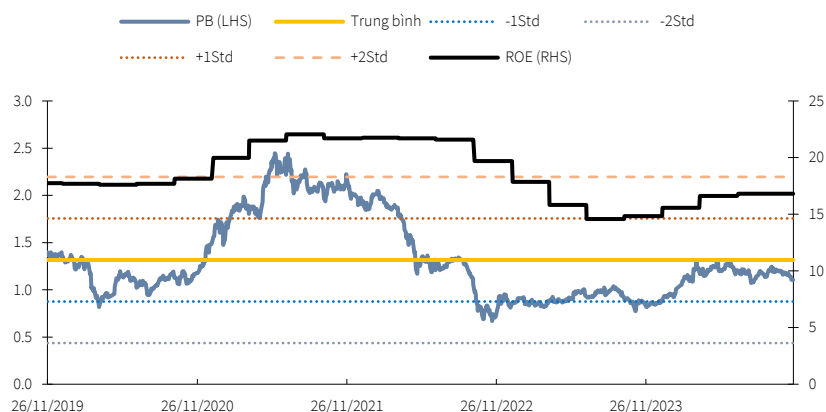
Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Định giá – Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 33,400 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 2025 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.

Chúng tôi điều chỉnh thời điểm chiết khấu giá mục tiêu về cuối 2025, khuyến nghị MUA cổ phiếu TCB với giá mục tiêu 33,400 VNĐ/CP - tiềm năng tăng giá 42% so với giá đóng cửa ngày 27/11/2024.

Bảng 16. Diễn biến ROE và chỉ số P/B của TCB

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 17. Cổ phiếu TCB – Định giá 2025 phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận sau thuế	27,709	31,174	33,932
Lợi nhuận thặng dư	1,868	3,202	3,379
Chi phí vốn (re)	13.82%		
Tăng trưởng (g)	3.0%		
Giá trị cuối cùng	39,069		
Tổng giá trị hiện tại (PV)	239,955		
Giá trị cổ phiếu TCB	34,060		

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 18. 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	34,060	50%	17,030
P/B	32,678	50%	16,339
Giá mục tiêu			33,400

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	35,616	40,809	Cho vay khách hàng	343,606	415,752	512,514	618,667	724,553
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	35,503	44,753	56,708	60,239	69,081	Chứng khoán kinh doanh	5,071	961	4,433	4,819	5,735
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(8,805)	(14,463)	(29,017)	(24,624)	(28,272)	Tiền mặt, vàng bạc, đá quý (trừ dự trữ bất 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	9,585	10,251	Tài sản có sinh lời	526,132	619,967	759,745	862,638	990,910
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác	1,803	2,167	2,434	961	2,767	Tài sản cố định và tài sản khác	43,037	79,995	92,482	105,638	122,302
Tổng thu nhập hoạt động	37,076	40,527	40,061	50,623	56,623	Tổng tài sản	568,729	699,033	849,482	964,368	1,109,447
Chi phí hoạt động	(11,173)	(13,023)	(13,252)	(16,706)	(18,572)	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	33,918	38,051	Các khoản vay phải sinh, giấy tờ có giá	33,680	35,858	84,703	129,983	84,433
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(2,665)	(1,936)	(3,921)	(5,103)	(3,415)	Các khoản nợ chịu lãi	460,892	561,832	692,537	762,813	875,154
Thu nhập khác	4,344	4,500	6,460	6,404	8,231	Các khoản nợ khác	14,796	23,775	25,329	24,317	42,443
Chi phí khác	(2,540)	(2,333)	(4,026)	(5,444)	(5,464)	Tổng nợ phải trả	475,687	585,608	717,866	787,130	917,598
Tổng lợi nhuận trước thuế	23,238	25,568	22,888	28,815	34,636	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)	(5,763)	(6,927)	Thặng dư vốn cổ phần	476	476	476	476	476
LNST	18,415	20,436	18,191	23,052	27,709	Lợi nhuận chưa phân phối	47,453	64,483	49,013	59,410	74,021
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	22,809	27,393	Vốn chủ sở hữu	93,041	113,425	131,616	177,238	191,849

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%	14.9%	15.0%	EPS cơ bản	5,142	5,729	5,111	3,238	3,888
ROA	3.7%	3.2%	2.3%	2.5%	2.7%	Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	26,501	32,248	37,364	25,158	27,232
ROE trước dự phòng	24.5%	21.3%	17.4%	17.6%	16.5%	Giá trị sổ sách hữu hình/CP (Tangible BVPS)	25,476	30,908	35,841	24,244	26,136
ROA trước dự phòng	4.1%	3.5%	2.8%	3.0%	2.9%	Chỉ số định giá					
Biên lãi ròng (NIM)	5.7%	5.3%	4.0%	4.4%	4.4%	PER	4.6	4.1	4.6	7.3	6.0
Hiệu quả hoạt động						PBR	0.9	0.7	0.6	1.2	1.1
LDR thuần	110.4%	117.3%	114.1%	119.0%	117.0%	ROE	22.0%	19.8%	14.8%	14.9%	15.0%
CIR	30.1%	32.1%	33.1%	33.0%	32.8%	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%	13.5%	15.0%	Chất lượng tài sản					
Tăng trưởng cho vay khách hàng	24.8%	21.0%	23.3%	20.7%	17.1%	NPL (nợ xấu nhóm 3-5)	0.7%	0.7%	1.2%	1.3%	1.3%
Tăng trưởng LN thuần trước DPRRTD	40.7%	6.2%	-2.5%	26.5%	12.2%	Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu nhóm 3-5)	162.8%	157.3%	107.0%	109.0%	105.6%
Tăng trưởng LNST ngân hàng mẹ	46.5%	11.6%	-10.7%	26.7%	20.1%	SML (nợ xấu và nợ cần chú ý)	1.3%	2.8%	2.0%	2.1%	2.0%
Tăng trưởng EPS	46.2%	11.4%	-10.8%	-36.7%	20.1%	Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu và nợ cần chú ý)	84.1%	40.5%	61.5%	67.5%	67.7%
Tăng trưởng BVPS	24.5%	21.7%	15.9%	-32.7%	8.2%						

Nguồn: KBSV ước tính

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@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, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. 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, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.