

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ40,000 (từ VNĐ36,500)

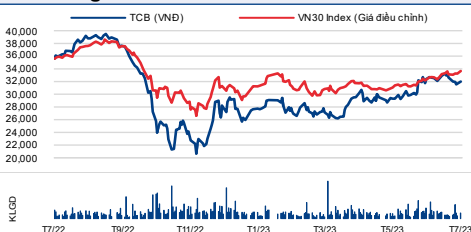
Tiềm năng tăng/giảm: 25.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (11/7/2023) 31,950

Mã Bloomberg	TCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	20,700-39,550
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	31,833
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	112,376
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,742
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,517
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	790
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	22.5%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.5%
Tỷ lệ freefloat	65.0%
Cổ đông lớn	CP Tập đoàn Masan (15.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(1.39)	5.10	(10.3)
So với chỉ số	(5.33)	(0.86)	(5.37)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2023F	5,420	5,524	(1.9)
2024F	6,477	6,723	(3.7)
2025F	7,907	7,576	4.4

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Một trong những ngân hàng dẫn đầu & tập trung vào lĩnh vực cho vay BĐS. Hiện tại TCB có chỉ số CAR, ROA, CASA thuộc nhóm cao nhất ngành.

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Triển vọng ngắn hạn trái chiều nhưng định giá vẫn rẻ

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với TCB và nâng 9% giá mục tiêu lên 40.000đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2024 mặc dù giảm dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm bình quân 6% dự báo lợi nhuận năm 2023-2025. Theo dự báo mới, lợi nhuận năm 2023 giảm 5,5% và tăng trưởng trên 20%/năm trong năm 2024-2025. Triển vọng ngành ngân hàng đã cải thiện và áp lực dự phòng giảm bớt; tuy nhiên tỷ lệ NIM và tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ giảm sút là nguyên nhân chính dẫn đến giảm lợi nhuận trong năm 2023.
- Mặc dù giá cổ phiếu đã tăng 5% trong 3 tháng qua, hiện P/B trượt dự phóng 1 năm của TCB vẫn thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và chiết khấu 18% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Sự kiện: Phân tích triển vọng năm 2023-2025

TCB công bố KQKD Q1/2023 kém khả quan với LNTT đạt 5,6 nghìn tỷ đồng (giảm 17% so với cùng kỳ) do tỷ lệ NIM giảm, lãi thuần HĐ dịch vụ khiêm tốn và chi phí dự phòng tăng mạnh. Tác động của những khó khăn ví mô đến HĐKD của TCB lớn hơn dự đoán của HSC. Triển vọng ngắn hạn ngành ngân hàng đã cải thiện trong những tháng gần đây nhờ các biện pháp hỗ trợ của chính phủ và NHNN bắt đầu có tác dụng. Những biện pháp quan trọng đã được thực hiện bao gồm (1) giảm lãi suất điều hành, từ đó giúp giảm áp lực lên tỷ lệ NIM và kích thích tăng trưởng tín dụng, và (2) ban hành Nghị định 08 và Thông tư 02, cho phép tái cơ cấu các khoản vay của khách hàng gặp khó khăn (theo đó giúp giảm rủi ro chi phí dự phòng/nợ xấu tăng mạnh cho các NHTM).

Tác động: Giảm 6% dự báo lợi nhuận năm 2023-2025

HSC giảm 10% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2023, giảm 6,6% dự báo cho năm 2024 và giảm 2,2% dự báo cho năm 2025 sau khi giảm dự báo tổng thu nhập HĐ (vì giảm giá định tỷ lệ NIM và lãi thuần HĐ dịch vụ), mặc dù chúng tôi cũng giảm giá định chi phí dự phòng. Cụ thể, cho năm 2023, HSC dự báo lợi nhuận thuần đạt 19,6 nghìn tỷ đồng (giảm 5,5% so với năm 2022), cao hơn so với kế hoạch thận trọng của TCB (đặt kế hoạch lợi nhuận giảm 14% so với năm 2022). Trong năm 2024-2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ hồi phục đáng kể với mức tăng trưởng đạt trên 20%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi tăng 5% trong 3 tháng qua, hiện TCB có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,78 lần – thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và chiết khấu 18% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với TCB và nâng 9% giá mục tiêu lên 40.000đ (tiềm năng tăng giá 25%), chủ yếu vì chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2024. Là một trong những NHTM chịu ảnh hưởng nhiều nhất của những khó khăn ví mô hiện tại (liên quan đến các doanh nghiệp BĐS và TPDN) và cũng sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ các biện pháp hỗ trợ của chính phủ và NHNN; giá cổ phiếu TCB đã hồi phục mạnh mẽ từ đáy (tăng 54%). Mặc dù vậy, HSC cho rằng định giá hiện tại của TCB vẫn rẻ cho mục đích đầu tư trung, dài hạn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 13/7.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	26.7	30.3	29.2 ▼	34.7 ▼	40.9
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	25.9	27.5	27.1 ▼	32.7 ▼	39.2
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	18.1	20.2	19.1 ▼	22.8 ▼	27.8
EPS (đồng)	5,148	5,736	5,420 ▼	6,477 ▼	7,907
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	26,264	31,927	37,399	44,881	54,013
P/E (lần)	6.21	5.57	5.90	4.93	4.04
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.22	1.00	0.85	0.71	0.59
Tăng trưởng EPS (%)	46.2	11.4	(5.51)	19.5	22.1
ROAE (%)	21.7	19.7	15.6	15.7	16.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Nâng 9% giá mục tiêu dựa trên triển vọng trung – dài hạn tích cực

Triển vọng ngắn hạn của ngành ngân hàng đã sáng sủa sau khi nhiều chính sách hỗ trợ của chính phủ và NHNN được ban hành và thực thi như Nghị định 08, Thông tư 02, và cắt giảm lãi suất điều hành. Vì có tỷ trọng tín dụng dành cho các lĩnh vực gặp khó khăn cao, nên TCB sẽ là một trong những NHTM hưởng lợi nhiều nhất từ các biện pháp trên với KQKD sẽ cải thiện. Tuy nhiên, tác động từ những khó khăn vĩ mô đối với KQKD 6 tháng đầu năm 2023 có vẻ lớn hơn so với dự đoán trước đây của HSC, và vì vậy, chúng tôi đã giảm dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2025. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần 3 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 11,3%; thấp hơn mức bình quân nhóm NHTM tư nhân là 18,4%. Tuy nhiên định giá của TCB vẫn rẻ, duy trì khuyến nghị Mua vào.

Triển vọng: Kém khả quan trong ngắn hạn nhưng tích cực trong dài hạn

Sau khi xem xét (1) KQKD Q1/2023 kém khả quan và (2) các chính sách mới ban hành gần đây cũng như động thái giảm lãi suất, HSC giảm 10% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2023, giảm 6,6% dự báo cho năm 2024 và giảm 2,2% dự báo cho năm 2025. Những điều chỉnh chính trong giả định của chúng tôi được trình bày tóm tắt trong Bảng 1-2.

Bảng 1: Điều chỉnh các giả định chính trong dự báo lợi nhuận, TCB

Giảm bình quân 6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2025, lợi nhuận thuần 3 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 11,3%;

Tỷ đồng	2022A	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2023F	2024F	2025F	2023	2024	2025
Thu nhập lãi thuần	30,290	33,182	37,786	42,618	29,172	34,667	40,900
Tăng trưởng	13.5%	9.5%	13.9%	12.8%	-3.7%	18.8%	18.0%
Điều chỉnh					-12.1%	-8.3%	-4.0%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	8,527	10,138	12,325	15,072	9,395	11,521	14,182
Tăng trưởng	33.6%	18.9%	21.6%	22.3%	10.2%	22.6%	23.1%
Điều chỉnh					-7.3%	-6.5%	-5.9%
Thu nhập ngoài lãi khác	2,085	3,082	3,468	3,832	3,321	3,723	4,119
Tăng trưởng	-47.8%	47.8%	12.5%	10.5%	59.3%	12.1%	10.6%
Điều chỉnh					7.8%	7.4%	7.5%
Tổng thu nhập HĐ	40,902	46,402	53,579	61,521	41,887	49,911	59,202
Tăng trưởng	10.3%	13.4%	15.5%	14.8%	2.4%	19.2%	18.6%
Điều chỉnh					-9.7%	-6.8%	-3.8%
Chi phí HĐ	(13,398)	(15,274)	(17,790)	(20,727)	(14,774)	(17,149)	(19,912)
Tăng trưởng	19.9%	14.0%	16.5%	16.5%	10.3%	16.1%	16.1%
Điều chỉnh					-3.3%	-3.6%	-3.9%
Chi phí dự phòng	(1,936)	(4,236)	(4,921)	(4,626)	(2,806)	(3,719)	(3,860)
Tăng trưởng	-27.3%	118.8%	16.2%	-6.0%	44.9%	32.5%	3.8%
Điều chỉnh					-33.8%	-24.4%	-16.6%
Lợi nhuận trước thuế	25,568	26,892	30,868	36,167	24,307	29,043	35,430
Tăng trưởng	10.0%	5.2%	14.8%	17.2%	-4.9%	19.5%	22.0%
Điều chỉnh					-9.6%	-5.9%	-2.0%
Lợi nhuận thuần	20,150	21,170	24,283	28,440	19,062	22,783	27,809
Tăng trưởng	11.7%	5.1%	14.7%	17.1%	-5.4%	19.5%	22.1%
Điều chỉnh					-10.0%	-6.2%	-2.2%

Nguồn: TCB, HSC

Dưới đây là những điều chỉnh chính:

- Tỷ lệ NIM:** Giảm 62 điểm cơ bản đối với giả định tỷ lệ NIM năm 2023 xuống còn 4,6%. Tỷ lệ NIM đã giảm còn 4,22% trong Q1/2023 (thấp hơn 35 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 177 điểm cơ bản so với cùng kỳ) vì chi phí huy động tăng mạnh (tăng 109 điểm cơ bản so với quý trước và tăng 289 điểm cơ bản so với cùng kỳ) trong khi lợi suất cho vay tăng kém hơn (tăng 67 điểm cơ bản so với quý trước và tăng 98 điểm cơ bản so với cùng kỳ). Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn giảm còn 32%

(từ 50,5% tại thời điểm cuối năm 2021 và 37% tại thời điểm cuối năm 2022) và nhu cầu tín dụng từ nhóm KHCN (có lợi suất cho vay cao hơn) yếu là nguyên nhân chính khiến tỷ lệ NIM giảm đáng kể.

Trong Q1/2023, tỷ trọng các khoản vay có lãi suất thấp (dưới 8%) đã tăng lên 39% (từ 28% trong Q4/2022) và lợi suất cho vay bình quân của các khoản vay này đã giảm 70 điểm cơ bản xuống còn 6,2% (từ 6,9% trong Q4/2022) vì TCB đã hỗ trợ khách hàng doanh nghiệp (nhiều khả năng là doanh nghiệp BĐS). Trong bối cảnh chi phí huy động tăng mạnh, động thái hỗ trợ này đã khiến tỷ lệ NIM của TCB giảm mạnh hơn so với các NHTM khác.

Bảng 2: Thay đổi các giả định chính, TCB

Hạ giả định tỷ lệ NIM và hạ giả định nợ xấu mới hình thành/chi phí tín dụng giai đoạn 2023-2025

	2022A	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2023	2024	2025		2023	2024	2025
Tăng trưởng tín dụng	12.5%	13.0%	14.5%	15.0%		14.0%	14.6%	15.0%
Tăng trưởng tiền gửi	13.9%	13.0%	14.0%	14.0%		14.0%	14.0%	14.0%
Tỷ lệ NIM	5.41%	5.22%	5.27%	5.29%		4.60%	4.87%	5.11%
Tỷ lệ nợ xấu	0.91%	1.20%	1.20%	1.00%		1.20%	1.20%	1.00%
Chi phí tín dụng	0.50%	0.94%	0.95%	0.77%		0.62%	0.71%	0.64%
Nợ xấu mới hình thành	0.52%	1.01%	0.88%	0.66%		0.90%	0.66%	0.46%
Hệ số CIR	32.8%	32.9%	33.2%	33.7%		35.3%	34.4%	33.7%
ROA	3.2%	2.9%	3.0%	3.1%		2.6%	2.8%	3.1%
ROE	19.7%	17.2%	16.4%	16.0%		15.6%	15.7%	16.0%

Nguồn: TCB, HSC

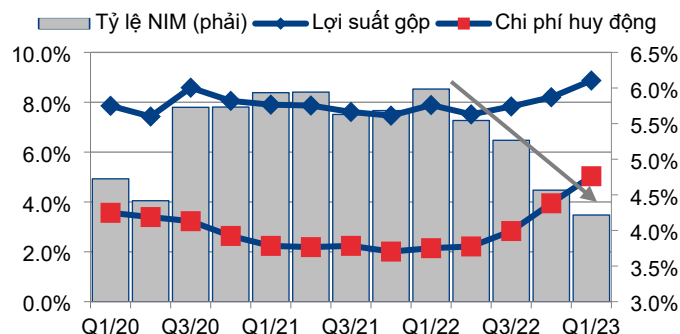
Một diễn biến tích cực trong Q2/2023 là lãi suất tiền gửi đã giảm nhanh hơn dự đoán, từ đó có thể giúp giảm dần chi phí huy động của TCB. Mặt bằng lãi suất giảm cũng có thể khuyến khích tăng trưởng tín dụng (nhất là nhóm KHCN) và cải thiện tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn. Những yếu tố tích cực này sẽ hỗ trợ tỷ lệ NIM, theo đó chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NIM sẽ cải thiện qua từng quý kể từ Q2/2023 và dự báo tỷ lệ NIM cả năm 2023 đạt 4,6%. Tỷ lệ NIM dự báo sẽ tiếp tục tăng trong năm 2024-2025 nhờ TCB vẫn giữ được lợi thế cạnh tranh trong thu hút tiền gửi không kỳ hạn và nền tảng ngân hàng số.

- Lãi thuần HĐ dịch vụ:** Giảm 7,3% dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ cho năm 2023 (tăng trưởng 10% so với năm 2022), chủ yếu vì giảm giả định thu nhập từ bancassurance. Thu nhập khả dụng của người dân giảm và sự tăng cường thanh tra giám sát hoạt động của kênh bancassurance cộng với nhu cầu tín dụng yếu đã làm cho doanh thu phí BH nhân thọ giảm từ đầu năm, đặc biệt là doanh thu phí qua kênh bancassurance. Đóng góp chính vào thu nhập HĐ dịch vụ trong năm 2023 nhiều khả năng sẽ là: dịch vụ thanh toán (tài trợ thương mại), dịch vụ thẻ. Trái lại thu nhập dịch vụ tư vấn (chủ yếu ở lĩnh vực trái phiếu) và bancassurance sẽ kém.
- Nợ xấu và chi phí tín dụng:** Giảm giả định tỷ lệ nợ xấu mới hình thành và chi phí tín dụng cho năm 2023-2025 nhờ Nghị định 08 và Thông tư 02 cho phép tái cơ cấu các khoản vay của khách hàng gặp khó khăn và giảm rủi ro chi phí dự phòng/nợ xấu tăng mạnh cho các NHTM. Ngoài ra, HSC bắt đầu thấy có dấu hiệu tích cực ở thị trường BĐS nhờ sự thay đổi định hướng chính sách của Chính phủ theo hướng hỗ trợ. Chúng tôi kỳ vọng những chính sách này cộng với mặt bằng lãi suất giảm sẽ giúp thị trường BĐS hồi phục đáng kể.

Bảng, Biểu đồ 3-13 trình bày những số liệu và chỉ số tài chính khác về căn bản của TCB và quan điểm của HSC về cổ phiếu.

Biểu đồ 3: Tỷ lệ NIM theo quý, TCB

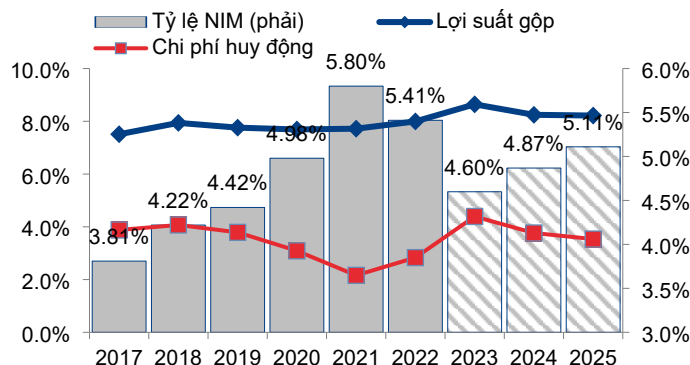
Tỷ lệ NIM có xu hướng giảm trong 4 quý liên tiếp, nhưng khả năng đã vượt qua vùng đáy



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 4: Tỷ lệ NIM theo năm, TCB

Tỷ lệ NIM dự báo sẽ giảm 80 điểm cơ bản trong năm 2023 sau đó phục hồi trong năm 2024-2025



Nguồn: TCB, HSC

Bảng 5: Cơ cấu nợ xấu, theo phân khúc khách hàng TCB

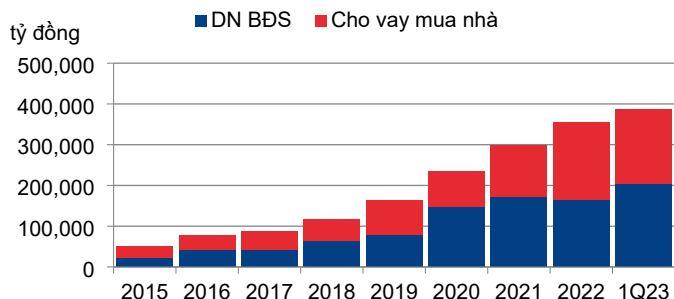
Tỷ lệ nợ xấu có xu hướng tăng lên với mảng KHCN và DN vừa và nhỏ, trong khi chất lượng tài sản nhóm DN lớn vẫn tốt

	Q4/19	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23
KHCN	1.80%	2.10%	1.60%	1.20%	1.10%	0.90%	0.80%	1.00%	1.10%	1.20%	0.90%	0.90%	1.00%	1.40%
DN vừa và nhỏ	0.90%	0.30%	0.50%	0.40%	0.20%	0.10%	0.20%	0.70%	0.70%	0.70%	0.80%	1.10%	1.20%	1.30%
DN lớn	0.90%	0.30%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Bình quân	1.30%	1.10%	0.60%	0.60%	0.50%	0.40%	0.40%	0.60%	0.70%	0.67%	0.60%	0.65%	0.72%	0.85%

Nguồn: TCB

Biểu đồ 6: Cho vay liên quan đến lĩnh vực BĐS, TCB

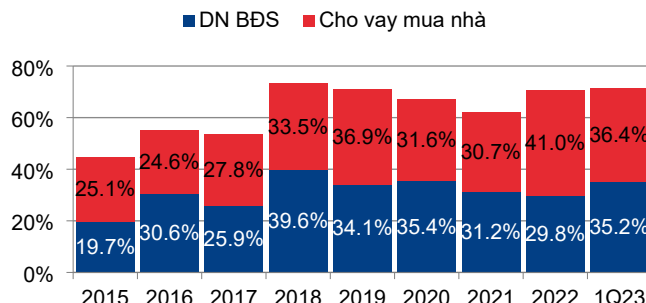
Dư nợ cho vay liên quan đến BĐS giai đoạn 2015-2022 tăng trưởng với tốc độ là CAGR là 30,8%



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 7: Tỷ trọng cho vay liên quan đến lĩnh vực BĐS (%) tổng dư nợ tín dụng), TCB

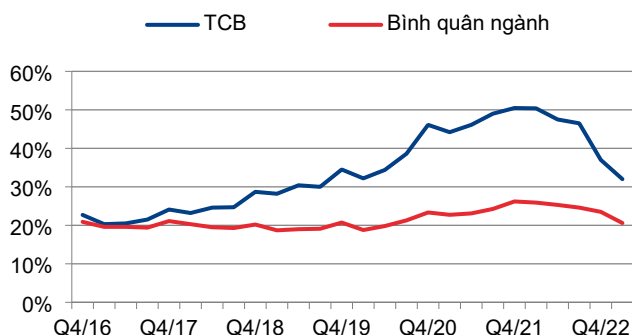
Cho vay DN BĐS là động lực tăng trưởng chính trong Q1/2023



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 8: Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn, TCB và các NHTM do HSC khuyến nghị

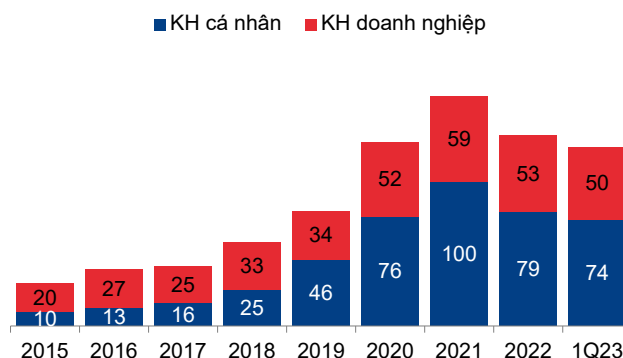
Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn của TCB bị ảnh hưởng nhiều nhất khi lãi suất tăng



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 9: Cơ cấu tiền gửi không kỳ hạn (nghìn tỷ đồng), TCB

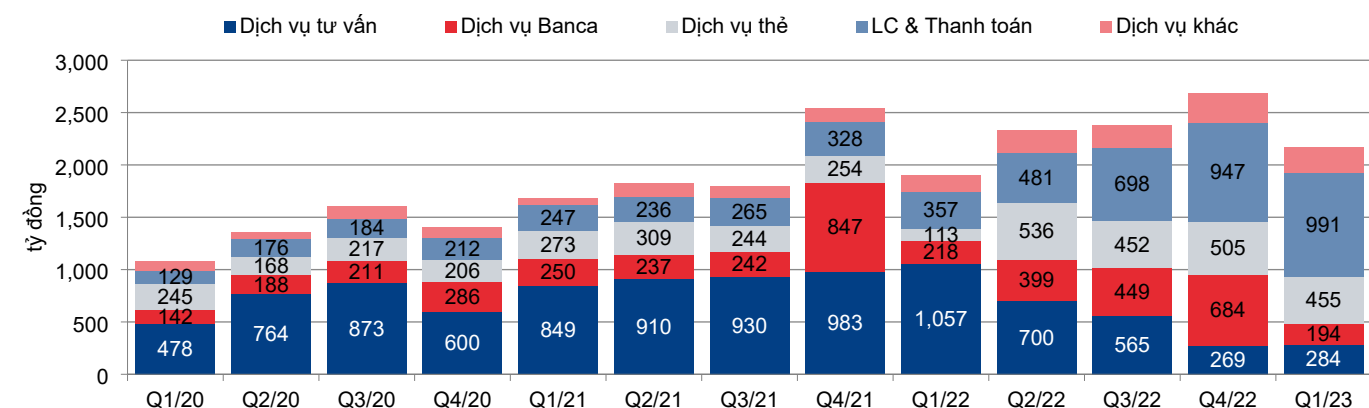
Tổng số dư tiền gửi không kỳ hạn của TCB tiếp tục xu hướng giảm



Nguồn: TCB

Biểu đồ 10: Cơ cấu lãi thuần hoạt động dịch vụ theo từng mảng dịch vụ, TCB

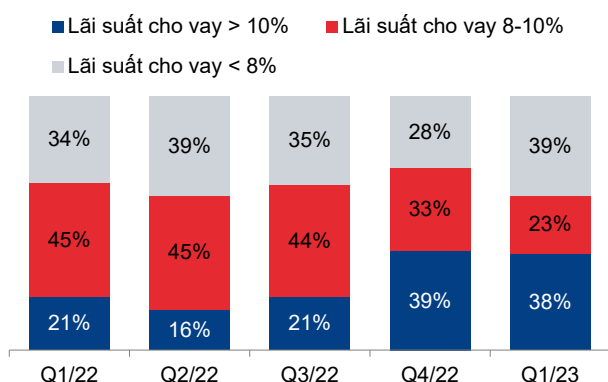
Dịch vụ tư vấn kém khả quan và dịch vụ LC & thanh toán tích cực là những điểm nhấn đáng chú ý trong các quý gần đây



Nguồn: TCB

Biểu đồ 11: Cơ cấu tín dụng theo lãi suất cho vay, TCB

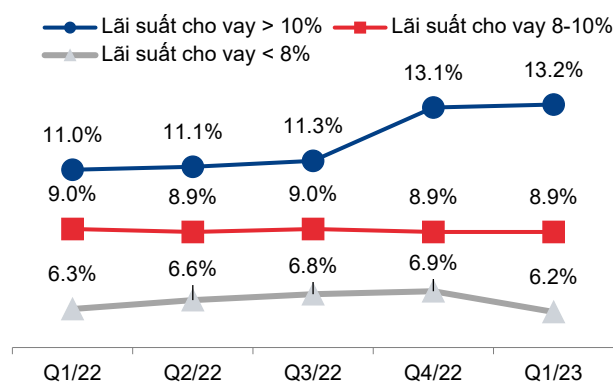
Tỷ trọng các khoản vay lợi suất thấp của TCB tăng trong Q1/2023...



Nguồn: TCB

Biểu đồ 12: Lãi suất cho vay khách hàng bình quân, TCB

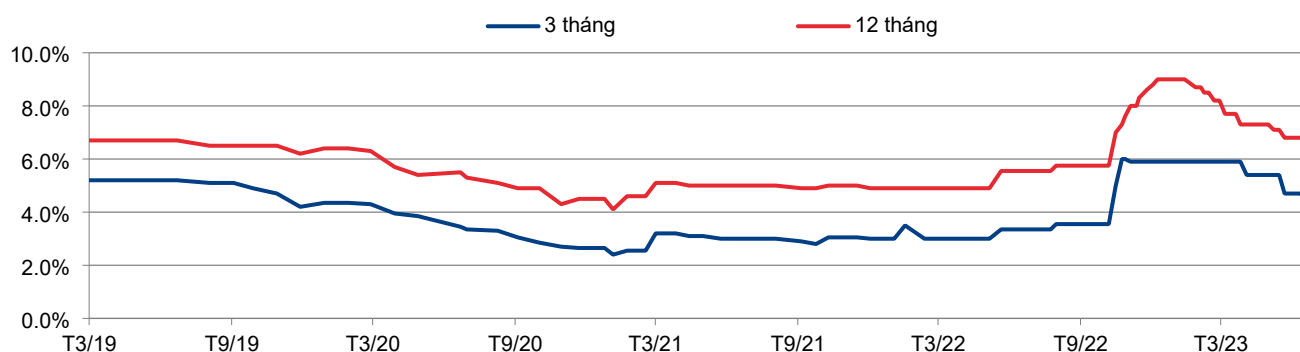
... và lãi suất cho nhóm này giảm 70 điểm cơ bản



Nguồn: TCB

Biểu đồ 13: Lãi suất tiền gửi niêm yết, TCB

Lãi suất tiền gửi giảm mạnh từ cuối Q1/2023



Nguồn: TCB, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với TCB và nâng 9% giá mục tiêu lên 40.000đ (tiềm năng tăng giá 25%), chủ yếu vì chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2024 (mặc dù chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận). Là một trong những NHTM chịu ảnh hưởng nhiều nhất của những khó khăn vĩ mô hiện tại (liên quan đến các doanh nghiệp BĐS và TPDN) và nhiều khả năng cũng sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ các biện pháp hỗ trợ của chính phủ, NHNN; giá cổ phiếu TCB đã hồi phục mạnh mẽ từ đáy (tăng 54%). Theo đó, hiện TCB có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,78 lần; thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và chiết khấu 18% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. HSC cho rằng định giá hiện tại của TCB vẫn rẻ cho mục đích đầu tư trung, dài hạn.

Nâng 9% giá mục tiêu

HSC nâng 9% giá mục tiêu lên 40.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 25% dựa trên những điều chỉnh dự báo và giả định định giá sau:

- Lần lượt giảm 10%; 6,6% và 2,2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2023-2025.
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2024.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng (1) lãi suất phi rủi ro 5% và (2) cộng thêm 2 điểm phần trăm vào tỷ lệ phần bù rủi ro vốn CSH là 8% (giả định chung của HSC) để tính ra phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh cho TCB là 10%.

Thông tin về định giá theo phương pháp thu nhập thẳng dư của HSC được trình bày trong Bảng 14 dưới đây. Trong khi đó, phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá đầu vào chính là lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được trình bày trong Bảng 15.

Bảng 14: Định giá thu nhập thẳng dư, TCB

Tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	Terminal year
LNST	19,062	22,783	27,809	31,346	37,625	39,506
- Chi phí vốn CSH	20,213	23,677	28,130	33,170	37,846	39,738
Lợi nhuận thẳng dư	(1,151)	(895)	(321)	(1,824)	(221)	(232)
Giá trị dài hạn của LN thẳng dư					(1,921)	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.18	1.39	1.63	1.91	
Giá trị hiện tại	(1,151)	(758)	(231)	(1,117)	(1,120)	
Giá mục tiêu 12 tháng (đồng)	40,000					

Nguồn: HSC

Bảng 15: Phân tích độ nhạy với giá mục tiêu và các giả định chính (đồng), TCB

Giá mục tiêu theo tính toán của chúng tôi là 40.000 đồng dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 5% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10%

		Phần bù rủi ro vốn CSH				
Lãi suất phi rủi ro		8%	9%	10%	11%	12%
	4.0%	60,400	51,700	44,800	39,100	34,300
	4.5%	57,200	49,000	42,400	36,900	32,300
	5.0%	54,200	46,300	40,000	34,800	30,400
	5.5%	51,200	43,700	37,700	32,800	28,600
	6.0%	48,200	41,100	35,400	30,700	26,800

Nguồn: HSC

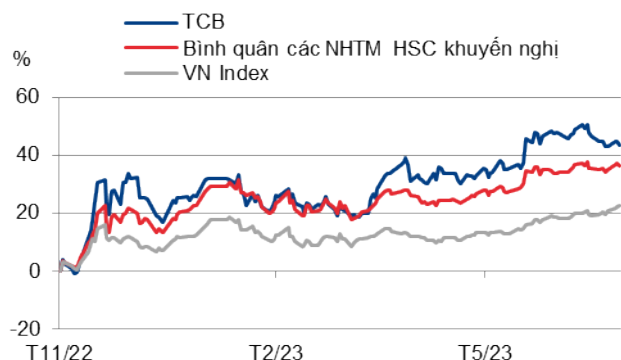
Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu TCB đã hồi mạnh từ đáy thiết lập vào giữa tháng 11/2022 nhờ (1) định giá rất rẻ khi ở đáy và (2) triển vọng ngành ngân hàng khởi sắc hơn sau khi có các biện pháp hỗ trợ của chính phủ và NHNN. Khó khăn đã giảm bớt nhưng vẫn chưa kết thúc, theo đó HSC (và cả thị trường) đã điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận cho TCB. Tóm lại, hiện TCB đang có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,78 lần (P/B dự phóng năm 2023 là 0,85 lần và năm 2024 là 0,71 lần), thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và chiết khấu 18% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Mô hình kinh doanh của TCB khá nhạy cảm với tác động của các quy định và chính sách. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng nền tảng vững chắc của TCB – nền vốn mạnh, thương hiệu tốt, cơ sở khách hàng tốt và nền tảng số hiện đại – sẽ được phản ánh vào giá cổ phiếu trong tương lai.

Biểu đồ 16: Diễn biến giá CP từ 16/11/2022, TCB

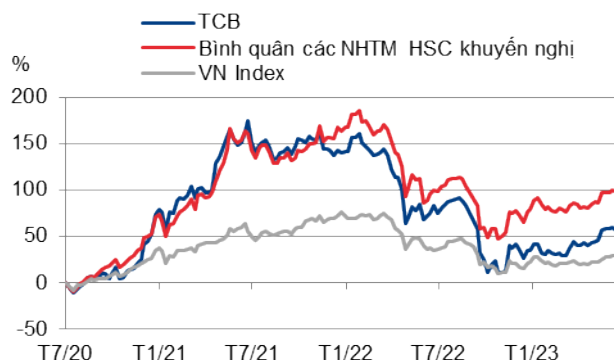
Cổ phiếu TCB đã hồi mạnh từ đáy



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 17: Diễn biến giá CP trong 3 năm, TCB

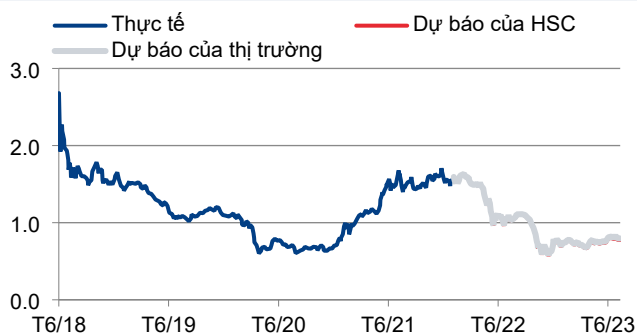
Cổ phiếu TCB diễn biến kém khả quan hơn bình quân các cổ phiếu ngân hàng khác trong 3 năm qua



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 18: P/B trượt dự phóng 1 năm, TCB

Hiện TCB có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,78 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 19: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân, TCB

...thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ là 1,14 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 20: So sánh với các NHTM trong hệ thống

Mã CK	Thị giá		Giá mục tiêu	P/B (lần)			ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		PB tại giá mục tiêu (lần)	
	Đồng	Khuyến nghị		2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
ACB	21,850	Mua vào	28,087	1.45	1.19	0.96	26.5	24.8	22.7	17.7	12.3	1.52	1.24
BID	46,700	Nắm giữ	46,300	2.41	1.91	1.68	18.1	18.4	19.6	26.8	24.8	1.90	1.67
CTG	30,000	Mua vào	33,000	1.40	1.25	1.10	17.1	17.8	18.5	17.2	19.4	1.37	1.21
HDB	18,550	Mua vào	24,600	1.20	1.06	0.91	22.9	22.0	21.5	13.5	18.9	1.40	1.21
LPB	15,700	Nắm giữ	17,000	1.13	0.94	0.81	22.1	18.8	15.0	(2.7)	8.6	1.01	0.87
MBB	21,000	Mua vào	27,200	1.25	1.01	0.83	21.9	21.0	20.8	14.5	15.4	1.31	1.07
MSB	12,950	Mua vào	14,300	0.97	0.82	0.69	19.0	17.3	16.4	4.3	10.0	0.91	0.77
OCB	18,400	Tăng tỷ trọng	20,200	1.00	0.85	0.73	15.1	16.1	14.8	24.1	7.7	0.93	0.80
STB	29,800	Tăng tỷ trọng	35,300	1.45	1.21	0.96	13.8	22.3	25.3	60.9	55.2	1.43	1.13
TCB	31,650	Mua vào	40,000	0.99	0.85	0.71	19.7	15.6	15.7	(5.4)	19.5	1.07	0.89
TPB	18,150	Tăng tỷ trọng	19,400	1.24	1.14	0.96	21.5	19.8	21.3	6.1	22.5	1.22	1.03
VCB	104,000	Nắm giữ	95,000	3.57	2.99	2.27	24.2	23.7	21.3	20.5	12.4	2.73	2.08
VIB	20,100	Tăng tỷ trọng	23,400	1.56	1.30	1.06	29.7	27.5	27.4	15.1	22.7	1.51	1.24
VPB	19,650	Mua vào	24,000	1.36	1.07	0.94	20.8	12.0	12.9	(28.8)	37.5	1.31	1.15
Bình quân ngành				1.54	1.29	1.07	20.9	19.9	19.6	13.1	20.5	1.40	1.17
Bình quân các NHTM có vốn nhà nước				2.46	2.05	1.68	20.4	19.5	19.3	21.5	18.9	2.00	1.65
Bình quân các NHTM tư nhân				1.26	1.04	0.89	21.0	19.7	19.3	10.9	20.9	1.24	1.04

Nguồn: TCB, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Thu nhập lãi	35.5	44.8	54.8	58.7	65.8
Chi phí lãi	(8.80)	(14.5)	(25.7)	(24.1)	(24.9)
Thu nhập lãi thuần	26.7	30.3	29.2	34.7	40.9
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6.38	8.53	9.39	11.5	14.2
Lãi thuần HĐ KDNH	0.23	(0.28)	(0.05)	(0.05)	(0.05)
Lãi/lỗ từ mua bán CK	1.96	0.18	0.71	0.85	0.96
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
Thu nhập khác	1.80	2.17	2.60	2.86	3.15
Tổng thu nhập HĐ	37.1	40.9	41.8	49.9	59.2
Chi phí HĐ	(11.2)	(13.4)	(14.8)	(17.1)	(19.9)
LN trước dự phòng	25.9	27.5	27.1	32.7	39.2
Chi phí dự phòng	(2.66)	(1.94)	(2.81)	(3.72)	(3.86)
Lãi/lỗ từ Cty LD, LK	-	-	-	-	-
LNTT	23.2	25.6	24.3	29.0	35.4
Chi phí thuế TNDN	(4.82)	(5.13)	(4.85)	(5.80)	(7.08)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.36)	(0.29)	(0.34)	(0.41)	(0.49)
Lợi nhuận thuần	18.1	20.2	19.1	22.8	27.8
EPS (đồng)	5,148	5,736	5,420	6,477	7,907
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	3,507	3,513	3,517	3,517	3,517
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	3,511	3,517	3,517	3,517	3,517
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,511	3,517	3,517	3,517	3,517

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	3.58	4.22	6.01	4.81	6.44
Tiền gửi tại NHNN	4.91	11.5	10.2	9.32	10.6
Tiền gửi tại các TCTD khác	70.6	82.9	78.7	82.7	82.7
Chứng khoán kinh doanh	5.07	0.96	2.32	1.57	1.07
Các công cụ tài chính phái sinh	0.29	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	344	416	484	557	641
Tổng dư nợ cho vay	347	421	490	564	648
Dự phòng rủi ro	(3.74)	(4.77)	(6.01)	(6.91)	(7.53)
Chứng khoán đầu tư	97.6	104	98.4	106	114
CK đầu tư sẵn sàng để bán	98.1	104	98.7	106	115
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0.20	0	0.02	0.00	0
Dự phòng rủi ro	(0.71)	(0.38)	(0.38)	(0.38)	(0.38)
Đầu tư dài hạn	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
Tài sản cố định	8.31	9.46	10.4	11.5	12.6
Tài sản khác	34.7	70.5	77.6	85.3	93.9
Tổng tài sản	569	699	768	858	962
Nợ phải trả	476	586	635	698	770
Tiền gửi của NHNN	0.00	0.01	0	0	0
Tiền gửi của các TCTD khác	112	168	164	164	166
Tổng tiền gửi KH	315	358	409	466	531
Trái phiếu và CCTG	33.7	34.0	35.7	39.3	41.2
Nợ khác	14.9	23.8	26.2	28.8	31.6
Vốn chủ sở hữu	92.2	112	132	158	190
Vốn điều lệ	35.1	35.2	35.2	35.2	35.2
Thặng dư vốn cổ phần	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48
Lợi nhuận giữ lại	47.5	64.5	80.2	103	131
Quỹ & vốn khác của CSH	9.16	12.2	15.7	19.2	23.5
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.84	1.13	1.47	1.88	2.38
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	569	699	768	858	962
BVPS (đồng)	26,264	31,927	37,399	44,881	54,013

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	29.4	22.9	9.82	11.7	12.2
Tăng trưởng cho vay KH (%)	25.2	21.1	16.5	15.0	15.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	13.4	13.9	14.0	14.0	14.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	14.1	12.6	13.2	13.7	13.3
Tăng trưởng VCSH (%)	24.4	21.8	17.1	20.0	20.3
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	42.4	13.5	(3.69)	18.8	18.0
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	29.5	19.9	10.3	16.1	16.1
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	40.7	6.18	(1.60)	20.9	20.0
Tăng trưởng LNTT (%)	47.1	10.0	(5.13)	19.5	22.0
Tăng trưởng LN thuần (%)	46.5	11.6	(5.40)	19.5	22.1

Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	7.35	6.45	5.70	6.14	6.50
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(2.22)	(2.11)	(2.01)	(2.11)	(2.19)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	91.2	88.3	86.5	87.6	88.0
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.96	3.31	3.32	3.88	4.52
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	58.6	66.7	63.5	75.9	92.7

Chỉ số định giá					
P/E (lần)	6.21	5.57	5.90	4.93	4.04
P/B (lần)	1.22	1.00	0.85	0.71	0.59
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	48.7	49.3	45.6	45.7	47.0
ROAA (%)	3.58	3.18	2.60	2.80	3.06
ROAE (%)	21.7	19.7	15.6	15.7	16.0
Chi phí huy động BQ (%)	2.16	2.83	4.39	3.76	3.54
Lợi suất góp BQ (%)	7.72	8.00	8.64	8.25	8.22
Lợi suất thuần (%)	5.55	5.16	4.25	4.48	4.68
Tỷ lệ NIM (%)	5.80	5.41	4.60	4.87	5.11
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	17.2	20.8	22.5	23.1	24.0
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	72.0	74.1	69.7	69.5	69.1
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	28.0	25.9	30.3	30.5	30.9
Tỷ lệ CIR (%)	30.1	32.8	35.3	34.4	33.7
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-

Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	15.0	15.2	14.5	15.4	15.3
VCSH/Tổng TS (%)	16.2	16.1	17.1	18.4	19.7
Đòn bẩy vốn (lần)	6.17	6.22	5.84	5.43	5.06

Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.66	0.72	1.20	1.20	1.00
Hệ số LLR (%)	163	157	102	102	116

Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	110	117	120	121	122
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	24.4	29.9	27.0	24.5	22.5
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	61.1	60.2	63.8	65.7	67.4

Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	308	302	300	300	300
Số lượng nhân viên	12,506	12,339	12,586	12,837	13,094

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn