

MUA

Giá mục tiêu 2025: **28.300 VND**
% tăng giá: **22%**
Cập nhật: 11/13/2024

TRIỂN VỌNG 2025

Tích cực: Cho vay mua nhà hồi phục, biên lãi thuần duy trì ở mức hấp dẫn và bộ đệm dự phòng cao hơn trung bình ngành.

Tiêu cực: Áp lực cạnh tranh lãi suất và sự suy giảm mảng bảo hiểm trong ngắn hạn.

Rủi ro: Thị trường bất động sản hồi phục chậm hơn kỳ vọng khiến chất lượng tài sản suy giảm.

| | Q3/2023 | Q3/2024 | 2025F |
|-------|---------|---------|--------|
| TOI | 10.418 | 11.754 | 56.284 |
| % YoY | 1% | 13% | 14% |
| LNTT | 5.843 | 7.214 | 31.579 |
| % YoY | -13% | 23% | 11% |

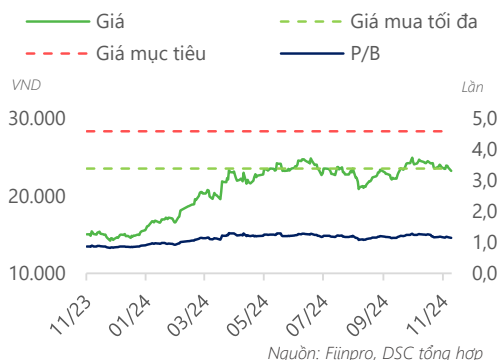
Đơn vị: tỷ VND

Tổng quan doanh nghiệp

TCB là NHTM tư nhân có quy mô tổng tài sản hơn 900 nghìn tỷ. Tập khách hàng của TCB tập trung vào các doanh nghiệp, trong đó cho vay lĩnh vực bất động sản chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu tín dụng. TCB được biết đến là một nhà băng năng động, đi đầu trong các xu hướng về chuyển đổi số, thu hút CASA, trái phiếu doanh nghiệp.

Dữ liệu thị trường

| | |
|-----------------------|-----------------|
| Ngành nghề: | Ngân hàng |
| Giá hiện tại: | 23.200 VND |
| Vốn hóa: | 163.445 tỷ VND |
| Số lượng CPLH: | 7045,0 triệu cp |
| EPS 4 quý gần nhất: | 3.207 VND |
| P/B: | 1,1 lần |
| Cổ tức tiền mặt 2024: | 15,0% |
| Cổ tức cổ phiếu 2024: | 50,0% |



TCB

Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam

KHUYẾN NGHỊ

DSC hạ dự báo lợi nhuận trước thuế của TCB xuống 28.340 tỷ do ghi nhận chi phí bất thường từ việc kết thúc hợp đồng hợp tác bảo hiểm độc quyền với Manulife trong quý 4. Từ đó, mức giá mục tiêu điều chỉnh cho năm 2024 là 25.000 VND.

Đối với năm 2025, DSC dự báo tốc độ tăng trưởng sẽ tăng trưởng chậm lại do hiệu ứng nền cao trong năm nay, tuy nhiên mức tăng trưởng dự kiến vẫn ở mức hấp dẫn với tổng thu nhập hoạt động là 56.284 tỷ và lợi nhuận trước thuế là 31.579 tỷ. Định giá kỳ vọng cho năm 2025 là 28.300 VND, tương đương tỷ lệ P/B mục tiêu là 1,2 lần, đồng thời chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu TCB cho năm 2025.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Cho vay mua nhà kỳ vọng hồi phục

Dư nợ cho vay mua nhà của TCB có dấu hiệu cải thiện trong 2 quý gần nhất, trong đó TCB đang nỗ lực đa dạng hóa danh mục cho vay và dịch chuyển sang cho vay mua nhà thứ cấp với mức độ rủi ro thấp hơn. Chúng tôi đánh giá sản phẩm cho vay liên kết với các chủ đầu tư và thị trường BĐS miền Bắc đang hồi phục tốt hơn sẽ giúp TCB gia tăng được dư nợ cho vay.

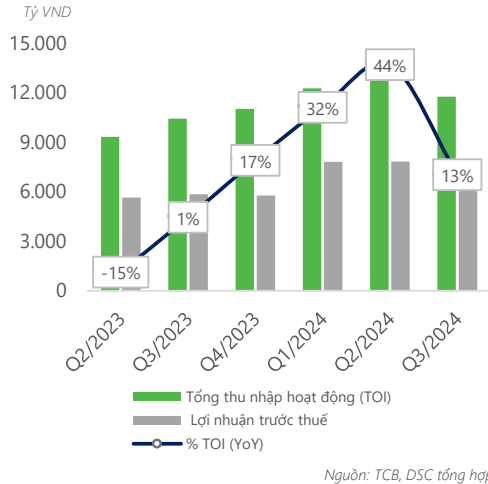
Biên lãi thuần duy trì ở mức hấp dẫn

Sản phẩm mới "Sinh lời tự động" đang cho thấy hiệu quả kể từ khi ra mắt vào đầu năm. Với tính năng khác biệt giúp TCB huy động được nguồn vốn dài hạn trong khi vẫn tận dụng gián tiếp được nguồn tiền CASA cũng như thu hút thêm khách hàng mới. Việc ban lãnh đạo liên tục chủ động trong các sáng kiến, sản phẩm mới nhằm đáp ứng nhu cầu khách hàng sẽ giúp TCB duy trì được lợi thế trong bối cảnh cạnh tranh lãi suất gay gắt.

Hiệu quả hoạt động cao

Chiến lược tập trung đầu tư 3 trụ cột là nhân sự, dữ liệu và số hóa đã giúp TCB đạt được hiệu quả hoạt động cao. Là một trong những ngân hàng mạnh tay đầu tư cho công nghệ, lương và chi phí đầu tư cao nhưng các chỉ số về chi phí vẫn được TCB quản lý tốt. Nhờ đó, TCB đạt được khả năng sinh lời ROA cao đầu ngành trong suốt 5 năm qua. Những yếu tố này sẽ tiếp tục là động lực để TCB cạnh tranh và duy trì vị thế trong dài hạn.

KẾT QUẢ KINH DOANH



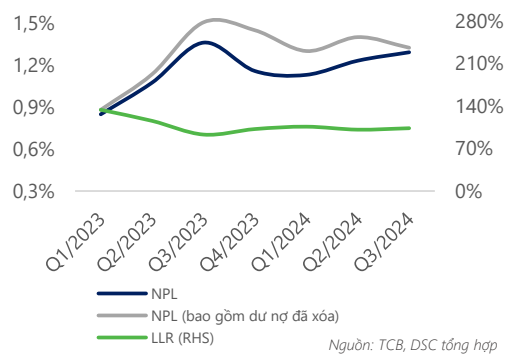
ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

Tốc độ hồi phục KQKD chậm lại, ghi nhận chi phí đột biến trong quý 4

Q3/2024, TCB ghi nhận 11.754 tỷ tổng thu nhập hoạt động (+13% YoY, -12% QoQ) và 7.214 tỷ LNTT (+23% YoY, -8% QoQ). Trong đó, thu nhập lãi thuần đạt 8.929 tỷ (+23% YoY, -6% QoQ), duy trì tốc độ hồi phục so với cùng kỳ nhưng giảm nhẹ so với quý trước do biên lãi thuần giảm, phản ánh chi phí vốn tăng từ xu hướng tăng lãi suất huy động trong khi tăng trưởng tín dụng vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng cao với 17,5% YTD. Thu nhập ngoài lãi đạt 2.826 tỷ (-10% YoY, -28% QoQ), trong đó thu phí từ hoạt động thanh toán, LC chịu ảnh hưởng từ sự thay đổi về quy định tín dụng và mức nền cao của hoạt động chứng khoán đầu tư (đầu tư TPCP năm 2023 ghi nhận cao nhờ điều kiện thị trường thuận lợi) là 2 nguyên nhân chính khiến thu nhập ngoài lãi suy yếu.

Chi phí hoạt động và chi phí trích lập tiếp tục được kiểm soát ở mức thấp, tuy nhiên chi phí hoạt động sẽ ghi nhận thêm 1.808 tỷ trong quý 4, là chi phí để kết thúc hợp đồng hợp tác bảo hiểm với Manulife khiến chi phí hoạt động tăng bất thường.

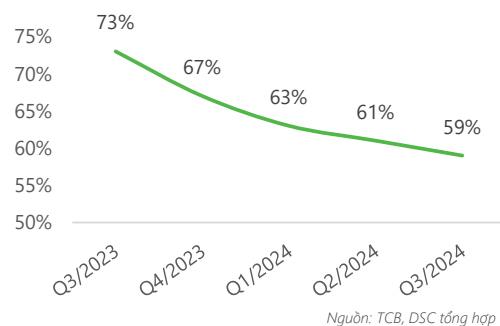
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN



Tốc độ hình thành nợ xấu chậm lại

Tỷ lệ nợ xấu tiếp tục tăng lên 1,35% tuy nhiên chúng tôi nhận thấy tốc độ hình thành nợ xấu đã chậm lại đáng kể và tỷ lệ nợ xấu đối với tín dụng cho vay mua nhà đã cải thiện từ 2,19% xuống 1,99% so với quý trước (đây cũng là nhóm có tỷ lệ nợ xấu cao nhất). Bên cạnh đó, TCB đang liên tục giảm tỷ trọng cho vay mua nhà sơ cấp (có rủi ro pháp lý cao hơn) sang cho vay mua nhà thứ cấp nhằm cân đối rủi ro và đa dạng hóa danh mục cho vay. Vì vậy chúng tôi tin rằng, chất lượng tài sản của TCB sẽ cải thiện trong năm 2025 nhờ thị trường bất động sản hồi phục tốt hơn.

% CHO VAY MUA NHÀ SƠ CẤP



Ngược lại, như đã đề cập trong báo cáo trước đó, lãi dự thu của TCB đã tăng mạnh trong những quý gần đây, tính đến quý 3 tăng 44% YTD, phản ánh các gói cho vay mua nhà được miễn lãi suất từ 1 đến 2 năm đầu. Vì vậy, rủi ro từ những khoản vay này có thể chưa được phản ánh và chịu tác động của tốc độ hồi phục thị trường bất động sản trong 1 đến 2 năm tới và cần được theo dõi.

LUẬN ĐIỂM 1:

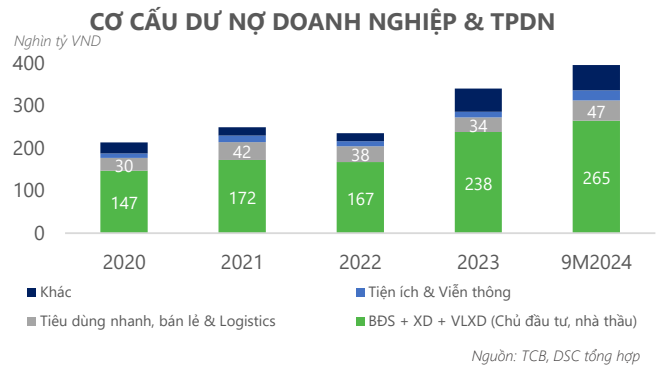
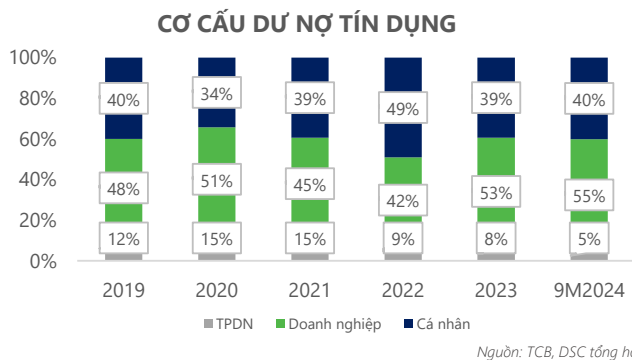
Cho vay mua nhà kỳ vọng hồi phục

TCB
Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam



Danh mục cho vay tập trung

Danh mục tín dụng của TCB có mức độ tập trung cao và tương quan lớn với sức khỏe nền kinh tế Việt Nam. Ngân hàng tập trung vào các lĩnh vực có đóng góp lớn cho tăng trưởng kinh tế bao gồm: Chuỗi giá trị bất động sản (chủ đầu tư dự án, nhà thầu phụ và người sử dụng cuối cùng), tiêu dùng, bán lẻ... Đây cũng là các lĩnh vực của các cổ đông lớn của ngân hàng như Masan (bán lẻ, tiêu dùng), Eurowindow (Bất động sản) và các khách hàng có mối quan hệ thân thiết như VinGroup (Bất động sản, bán lẻ...), Masterise (Bất động sản)... Mối quan hệ hợp tác sâu rộng các khách hàng bán buôn và sự am hiểu về các lĩnh vực này đã giúp TCB tận dụng được chuỗi giá trị. Tín dụng khách hàng doanh nghiệp cũng là động lực tăng trưởng cho TCB trong năm 2023 và 2024 khi nhu cầu tiêu dùng suy yếu.



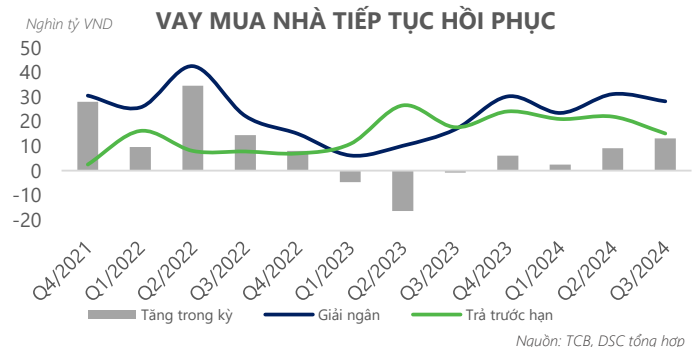
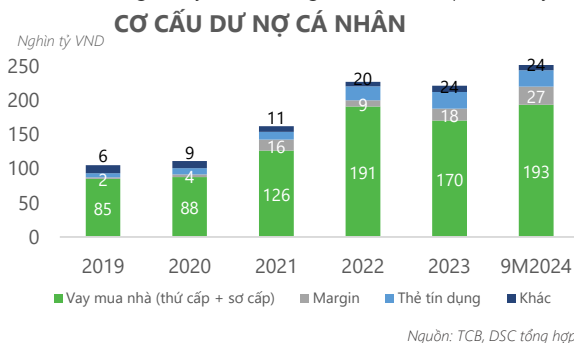
Cho vay mua nhà có tín hiệu cải thiện

Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy một số tín hiệu tích cực đối với mảng cho vay bán lẻ và kỳ vọng tín dụng khách hàng cá nhân, trọng tâm là sản phẩm vay mua nhà sẽ hồi phục tốt trong cuối năm 2024 và năm 2025:

(1) Triển vọng vĩ mô ổn định: Môi trường lãi suất dự báo vẫn ở mức thấp hỗ trợ nền kinh tế phục hồi, kích thích nhu cầu tiêu dùng, đầu tư. Trong dài hạn, theo Bộ xây dựng, Việt Nam là một trong những quốc gia có tốc độ đô thị hóa cao nhất tại khu vực Đông Á, đảm bảo về cầu nhà ở và vay mua nhà.

(2) Thị trường bất động sản miền Bắc đang cho thấy tốc độ hồi phục tốt hơn so với miền Nam, đây cũng là thị trường chủ yếu của ngân hàng.

(3) TCB đang triển khai các gói vay mua nhà cho các chủ đầu tư có liên kết với TCB gồm: Vinhomes, Masterise, Ecopark, SunGroup, Mik, Euro Window... được hỗ trợ lãi suất 0% từ 18 tháng đến 24 tháng hoặc cho đến khi nhận bàn giao. Giá trị vay lên đến 100% với thời hạn tối đa 35 năm. Với giá trị vay cao và thời hạn vay dài sẽ giảm áp lực cho khách hàng từ đó thúc đẩy động lực mua nhà. Đây cũng giai đoạn Vinhomes đang mở bán các dự án lớn như: Vinhomes Royal Island Vũ Yên (mở bán từ tháng 3/2024), Vinhomes Cổ Loa (mở bán từ tháng 9/2024). 2 dự án này có doanh số ước tính trong cuối năm 2024 và 2025 đạt 80 - 90 nghìn tỷ sẽ là động lực cho sản phẩm vay mua nhà



LUẬN ĐIỂM 2:

Biên lãi thuần duy trì ở mức hấp dẫn

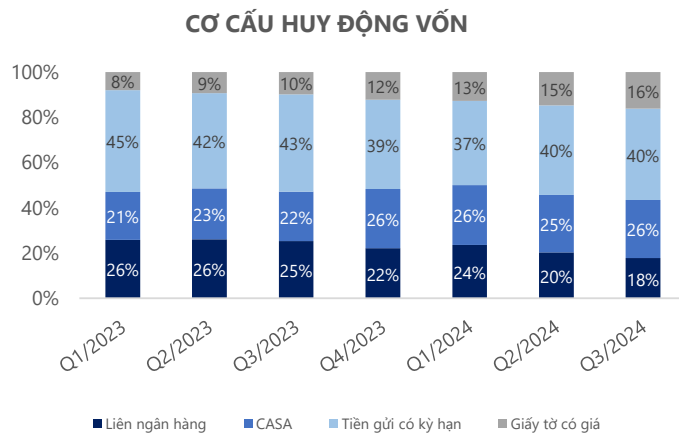
TCB

Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam

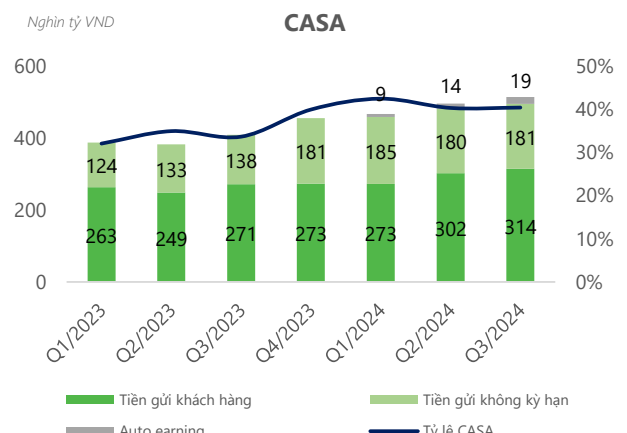
Biên lãi thuần ngành ngân hàng đang chịu áp lực thu hẹp do lãi suất huy động có xu hướng tăng trở lại trong khi lãi suất cho vay chịu áp lực cạnh tranh bởi nhu cầu tín dụng thấp. Trong bối cảnh đó, TCB đã cho ra mắt nhiều sản phẩm mới nhằm tối ưu hóa cả 2 đầu chi phí huy động và lợi suất đầu ra. Chúng tôi kỳ vọng việc luôn chủ động thích nghi, ra mắt các sản phẩm mới, đem lại hiệu quả sẽ giúp TCB duy trì được mức NIM trên 4% trong dài hạn, thuộc top đầu ngành.

Tối ưu hóa chi phí huy động vốn với các sản phẩm mới

Ngân hàng Sản phẩm CD Bảo Lộc kết hợp cùng "Sinhlời tự động" đang cho thấy hiệu quả kể từ khi ra mắt vào tháng 1. Với đặc điểm là CD tiền gửi kỳ hạn dài (3 - 4 năm) nhưng được tự do chuyển nhượng thông qua chế độ "Sinhlời tự động" - tự động mua CD Bảo Lộc với số dư thanh toán trên 10 triệu và dễ dàng rút tiền ra mà vẫn được hưởng lãi suất (từ 2,3% - 4,1%/năm tùy thời gian nắm giữ CD). Sản phẩm này không những gia tăng được nguồn vốn dài hạn với chi phí thấp hơn (huy động thông thường từ tiền gửi khách hàng kỳ hạn 3 năm lãi suất 4,4%/năm trong khi huy động từ CD Bảo Lộc lợi suất là 4,1%/năm, cả 2 hình thức đều trả lãi 3 tháng 1 lần) mà còn hỗ trợ thu hút CASA và khách hàng mới bởi tính năng khác biệt này. Chúng tôi kỳ vọng việc đẩy mạnh các sản phẩm này sẽ giúp TCB ổn định cơ cấu huy động và tiếp tục giảm tỷ lệ huy động từ thị trường liên ngân hàng, thường có biến động lớn.



Nguồn: TCB, DSC tổng hợp



Nguồn: TCB, DSC tổng hợp

Lợi suất sinh lãi dự báo cải thiện trong năm 2025

Áp lực cạnh tranh lãi suất khiến lợi suất sinh lãi của ngành ngân hàng nói chung và TCB nói riêng đều chịu áp lực thu hẹp. Với kỳ vọng cho vay mua nhà hồi phục tốt hơn sẽ hỗ trợ biên lãi thuần cải thiện, chúng tôi cũng nhận thấy mảng cho vay margin (lãi suất cao hơn so với cho vay sản xuất kinh doanh thông thường) cũng tăng trưởng tốt nhờ TCBS dẫn đầu thị phần. Đối với mảng thẻ tín dụng, dư nợ đi ngang trong năm 2024 do nhu cầu tiêu dùng giảm sút. TCB hiện đang bắt đầu đẩy mạnh sản phẩm về thẻ tín dụng thông qua sản phẩm Mycash - một sản phẩm lai giữa thẻ tín dụng và vay thấu chi nhằm thu hút những khách hàng có nhu cầu chi tiêu ngắn hạn. Tuy nhiên, hiệu quả của sản phẩm này cần được theo dõi thêm.

LUẬN ĐIỂM 3:

Hiệu quả hoạt động cao

TCB

Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam

Khai thác hiệu quả tệp khách hàng nhờ chiến lược tập trung nhân lực, dữ liệu và số hóa

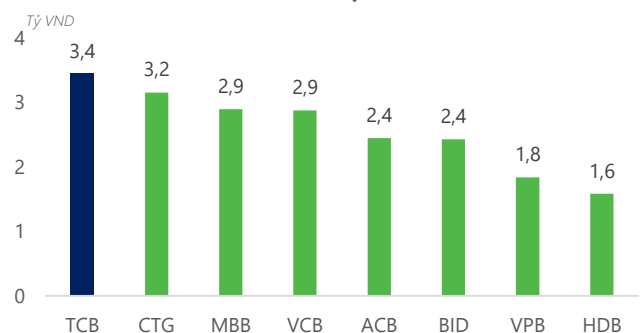
TCB là một trong những ngân hàng có tỷ trọng thu nhập từ hoạt động dịch vụ cao đầu ngành, bao gồm các dịch vụ như bảo lãnh phát hành trái phiếu, thẻ, dịch vụ thanh toán, bảo hiểm... cho thấy khả năng khai thác tệp khách hàng sử dụng thêm các sản phẩm gia tăng hiệu quả. Chiến lược tập trung phát triển nguồn lực nhân sự, dữ liệu và số hóa quy trình đã giúp ngân hàng kiểm soát chi phí ở mức thấp bất chấp việc liên tục đầu tư mạnh mẽ vào công nghệ (cam kết đầu tư 500 triệu đô giai đoạn 2022 - 2027) cũng như gia tăng được hiệu quả làm việc của nhân sự, tiết giảm chi phí hoạt động. Nhờ đó, TCB luôn duy trì vị thế trên thị trường cũng như đạt được hiệu quả sinh lời cao một cách bền vững.

LÃI THUẦN DỊCH VỤ/TOI TRUNG BÌNH 5Y



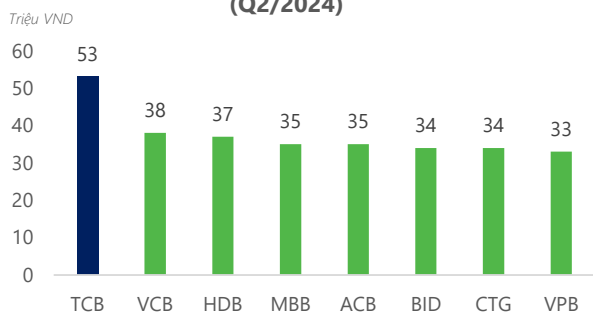
Nguồn: Các NHTM, DSC tổng hợp

DOANH THU TRÊN MỘT NHÂN VIÊN



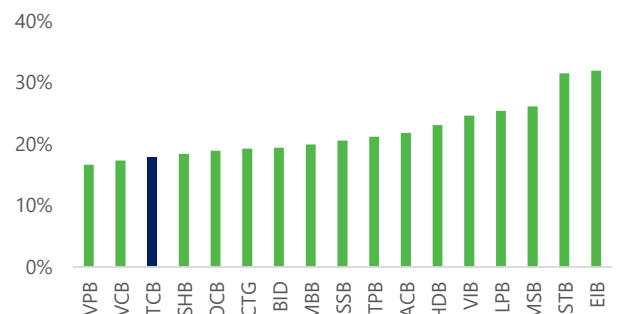
Nguồn: Các NHTM, DSC tổng hợp

THU NHẬP TRUNG BÌNH THEO THÁNG (Q2/2024)



Nguồn: Các NHTM, DSC tổng hợp

CHI PHÍ NHÂN VIÊN/TOI TRUNG BÌNH 5Y



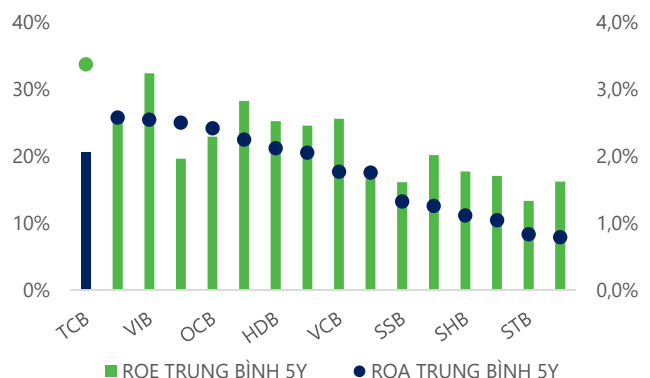
Nguồn: Các NHTM, DSC tổng hợp

CIR TRUNG BÌNH 5Y



Nguồn: Các NHTM, DSC tổng hợp

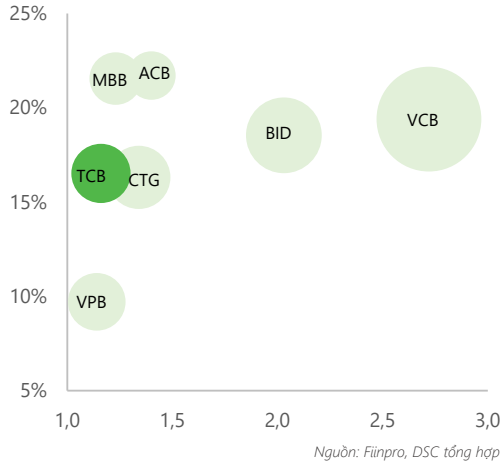
HIỆU QUẢ SINH LỜI



Nguồn: Các NHTM, DSC tổng hợp

| (Tỷ VND) | 2023 | 2024F | 2025F |
|--------------|--------|--------|--------|
| TOI | 40.061 | 49.244 | 56.284 |
| % (YoY) | -1% | 23% | 14% |
| LNTT | 22.888 | 28.340 | 31.579 |
| % LNTT (YoY) | -10% | 24% | 11% |

TƯƠNG QUAN P/B



DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC hạ dự báo lợi nhuận trước thuế của TCB xuống 28.340 tỷ do ghi nhận chi phí bất thường từ việc kết thúc hợp đồng hợp tác bảo hiểm độc quyền với Manulife trong quý 4.

Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng sẽ tăng trưởng chậm lại do hiệu ứng nền cao trong năm nay, tuy nhiên tỷ lệ tăng trưởng dự kiến vẫn ở mức hấp dẫn. Với giả định tăng trưởng tín dụng đạt 20%, NIM giảm nhẹ và tỷ lệ nợ xấu ở mức 1,3%, chúng tôi ước tính tổng doanh thu hoạt động đạt 56.284 tỷ và lợi nhuận trước thuế đạt 31.579 tỷ.

Định giá

DSC sử dụng phương pháp định giá P/B với mức P/B mục tiêu thận trọng cho năm 2025 là 1,2 lần, thấp hơn trung bình 5 năm là 1,35 lần do chúng tôi đánh giá giai đoạn khó khăn của thị trường bất động sản đã qua đi nhưng giữ quan điểm thận trọng với tốc độ hồi phục của thị trường này trong một năm tới. Với LNST dự báo đạt 25.263 tỷ, tương đương BVPS là 23.600 VND, mức giá mục tiêu xác định cho năm 2025 là 28.300 VND.

BIỂU ĐỒ GIÁ

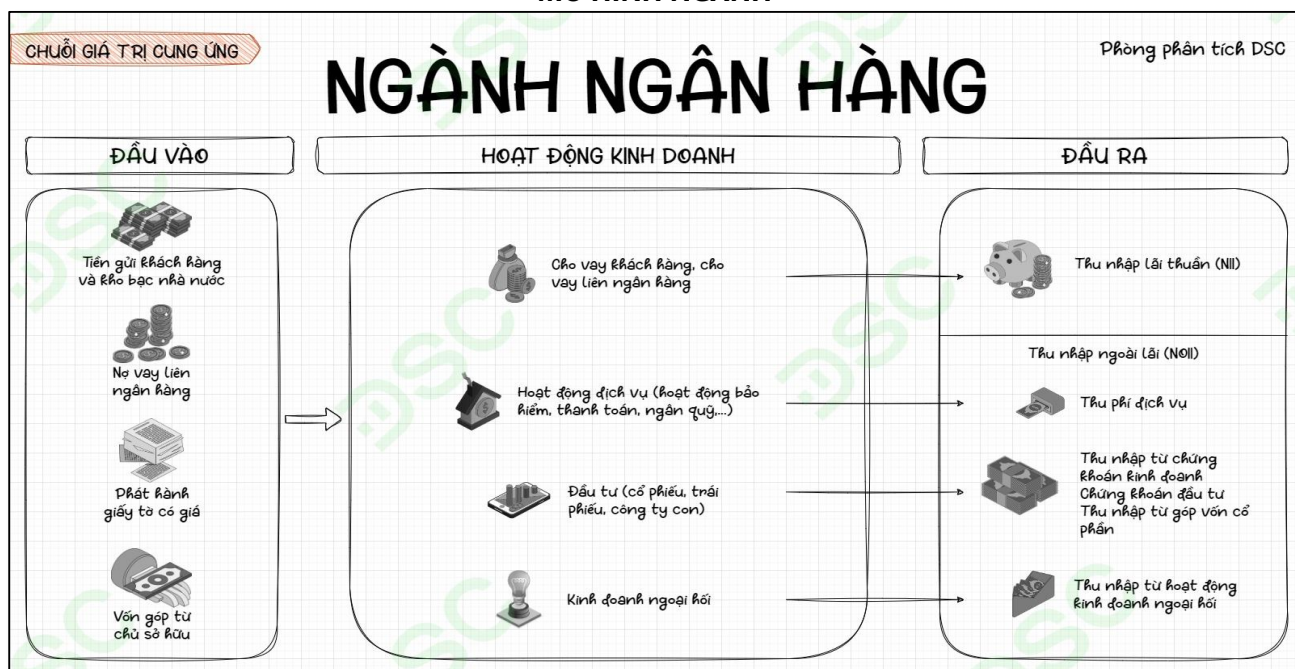


LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



*Lịch sử khuyến nghị là giá mục tiêu của cổ phiếu được xác định bởi báo cáo gần nhất ở thời điểm đó

MÔ HÌNH NGÀNH



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

| Khuyến nghị | Định nghĩa |
|-----------------------|---|
| MUA | Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15% |
| THEO DÕI | Giá mục tiêu CHÉNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15% |
| BÁN | Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15% |
| CHỐT LỜI | Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập. |
| KHÔNG ĐÁNH GIÁ | Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu. |

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Đặng Thu Hiền

Chuyên viên Phân tích
hien.dt@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn