

NH TMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM (HSX: TCB)

KQKD Q2/2024 tiếp tục tăng trưởng vượt trội

- LNST Q2/2024 và 6T2024 tăng trưởng khả quan lần lượt 38.6% và 38.5% svck nhờ thu nhập hoạt động tăng trưởng mạnh và CIR giảm sâu.
- Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ nhóm 2 tại cuối Q2/2024 đạt lần lượt 1.23% và 0.82% (Q1/2024: 1.13% và 1.09%). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cuối Q2/2024 giảm nhẹ xuống 101.1% (Q1/2024:106.1%).
- Chúng tôi nâng khuyến nghị lên **KHẢ QUAN** đối với TCB và giá mục tiêu mới là **25,400 đ/cp** nhờ KQKD 6T2024 rất khả quan so với dự báo.

LNST Q2/2024 và 6T2024 tăng lần lượt 38.6% và 38.5% svck.

Trong Q2/24, thu nhập hoạt động của NH đạt 13,420 tỷ đồng (+43.9% svck) trong đó thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi tăng lần lượt 50.6% và 30.1% svck. Tăng trưởng tín dụng (TTTD) cuối Q2/2024 đạt 12.9% so với đầu năm đi cùng NIM tăng 30 điểm cơ bản so với quý trước giúp thu nhập lãi thuần tăng mạnh. Thu nhập ngoài lãi được thúc đẩy bởi mảng ngân hàng đầu tư (IB) (+230.8% svck) và banca (+127.1% svck). Chi phí trích lập trong quý tăng 103.7% svck cùng với CIR tăng lên mức 29.4%. LNST đạt 6,240 tỷ đồng, tăng 38.6% svck. Luỹ kế 6T2024, LNST đạt 12,516 tỷ đồng, tăng 38.5% svck và hoàn thành 57.6% kế hoạch cả năm 2024 và đạt 52.5% dự báo LNST gần nhất của chúng tôi. Nhờ KQKD 6T2024 khá khả quan, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST 2024 của TCB lên 24.428 tỷ đồng, tăng 3.4% so với dự báo gần nhất và cao hơn 12.6% so với kế hoạch.

NPL tăng nhẹ lên mức 1.2% khiến chi phí trích lập 6T2024 tăng 112.8% svck

Tỷ lệ NPL và nợ nhóm 2 tại cuối Q2/2024 đạt lần lượt 1.2% và 0.8%, lần lượt tăng 10 điểm cơ bản và giảm 27 điểm cơ bản so với quý trước. Phần lớn nợ xấu phát sinh thêm do chuyển từ nhóm 2. Chi phí trích lập Q2/2024 đạt 1,644 tỷ đồng, tăng 103.7% svck nhờ duy trì tỷ lệ trích lập tương đương Q1/2024. Luỹ kế 6T2024, chi phí trích lập đạt 2,855 tỷ đồng, tăng 112.8% svck. Trong 6T2024, TCB cũng đã sử dụng 1,974 tỷ đồng trích lập cho việc xoá nợ xấu. Điều này khiến LLR giảm nhẹ xuống mức 101.1% (Q1/2024: 106.1%).

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu mới là 25,400 đ/cp

Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên (i) KQKD rất khả quan của TCB trong 6T2024 khiến chúng tôi cũng nâng dự báo LNST 2024 thêm 3.4% so với dự báo gần nhất (ii) những diễn biến không quá khả quan của toàn ngành đưa mức upside của TCB về vùng hấp dẫn. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng mức định giá P/B 1.2x là hấp dẫn đối với mức tăng trưởng kỳ vọng 20%/năm của TCB.

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

Chỉ tiêu tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Tổng thu nhập hoạt động	40,061	53,814	67,106	79,087
Thu nhập lãi thuần	27,691	37,800	47,922	56,589
NIM	4.0%	4.5%	4.7%	4.7%
Chi phí dự phòng	3,921	6,935	8,350	7,117
LNST	18,191	24,428	30,164	37,715
Tăng trưởng LNST	-11.0%	34.3%	23.5%	25.0%
Tăng trưởng tín dụng	21.6%	23.5%	20.1%	18.3%
Tăng trưởng huy động	23.7%	22.9%	18.2%	18.2%
Giá trị sổ sách	18,497	21,214	25,496	30,849
P/B	1.2x	1.1x	0.9x	0.7x

Nguồn: TCB, MBS Research

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu 25,400 VND/cp

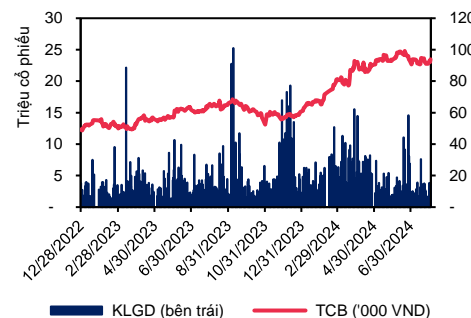
Tiềm năng tăng giá +17.1%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Tăng giá mục tiêu 4.1%

Tăng dự báo LNST 2024 thêm 3.4% so với báo cáo gần nhất

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	23,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	24,800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13,100
Vốn hóa (tỷ VND)	165,558
P/E (TTM)	8.6x
P/B (TTM)	1.2x
Tỷ suất cổ tức (%)	3.2%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	22.49%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu (20/04/2024)

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

Nguồn: FiinPro, MBS Research

Chuyên viên phân tích



Đinh Công Luyến

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

LNST Q2/2024 tiếp đà tăng trưởng khả quan của Q1/2024 trên nền tảng trích lập dự phòng gia tăng.

Cập nhật KQKD Q2/2024 và 6T2024

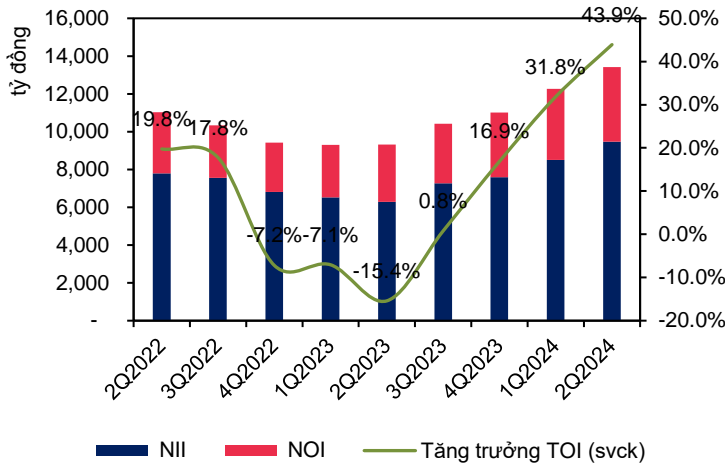
LNST Q2/2024 và 6T2024 tăng trưởng lần lượt 38.6% và 38.5% svck.

Hình 2: Cập nhật KQKD Q2/2024 và 6T2024 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	2Q2024	Tăng trưởng (yoy)	6T2024	Tăng trưởng (yoy)	So với dự báo cả năm 2024 gần nhất của MBS	Đánh giá
Thu nhập lãi thuần	9,478	50.6%	17,977	40.2%	48.4%	NIM trong Q2/2024 tăng 30 điểm cơ bản so với Q1/2023 và tăng 79 điểm cơ bản svck nhờ chi phí vốn giảm mạnh. TTTD Q2/2024 tăng 5.4% so với quý trước và 25.1% svck giúp thu nhập lãi thuần tăng khả quan.
Thu nhập thuần ngoài lãi	3,942	30.1%	7,704	32.7%	50.5%	Hoạt động thu ngoài lãi trong Q2/2024 và 6T2024 tăng trưởng khả quan nhờ các khoản thu phí IB đến từ hoạt động phân phối trái phiếu của TCBS và banca phục hồi khi đạt top 2 doanh thu APE toàn thị trường, sau ACB trong Q2/2024 và top 3 trong 6T2024.
Tổng thu nhập hoạt động	13,420	43.9%	25,681	37.9%	49.0%	
Chi phí hoạt động	3,949	37.6%	7,198	19.7%	45.8%	
LN trước dự phòng	9,471	46.7%	18,483	46.5%	50.4%	
Chi phí trích lập dự phòng	1,644	103.7%	2,855	112.8%	41.4%	TCB duy trì tỷ lệ trích lập/tổng dư nợ đạt 0.27%, tương đương với Q1/2024 và cao gần gấp đôi so với cùng kỳ.
LNST	6,240	38.6%	12,517	38.5%	52.9%	Mức LNST 6T2024 đạt 57.7% kế hoạch cả năm 2024 và cao hơn 5.2% so với dự báo gần nhất.
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	12.9%	318 đcb				TTTD tiếp tục được thúc đẩy bởi dư nợ từ nhóm KHDN trong lĩnh vực BĐS và hàng tiêu dùng, tăng trưởng lần lượt 8% và 35% so với Q1/2024.
Tăng trưởng huy động (YTD)	8.1%	297 đcb				
NIM	4.7%	79 đcb	4.5%			
CIR	29.4%	-134 đcb	28.0%			CIR trong Q2/2024 tăng nhẹ so với Q1/2024 nhưng vẫn giảm nhẹ svck. CIR trong 6T2024 của TCB nằm trong nhóm thấp so với toàn ngành nhờ KQKD rất khả quan.
LDR	84.6%	-111 đcb				
CASA	37.4%	245 đcb				Mặc dù tỷ lệ CASA giảm nhẹ 3.1% so với cuối Q1/2024 nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với toàn ngành. Điều này cũng góp vào sự suy giảm tích cực của COF trong 6T2024.
NPL	1.2%	16 đcb				Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ trong Q2/2024 chủ yếu từ nhóm KHCN trong khi ghi nhận giảm nhẹ đối với nhóm KHDN.
LLR	101.1%	-1467 đcb				Việc tích cực dùng trích lập xử lý nợ xấu nhằm đạt được kế hoạch NPL dưới 1.2% cũng khiến LLR giảm nhẹ so với quý trước.
ROE	16.6%	76 đcb				
ROA	2.6%	-1 đcb				

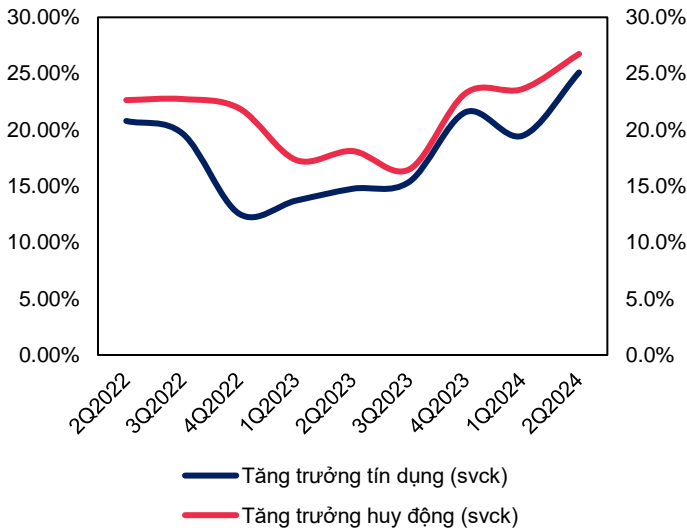
Nguồn: TCB, MBS Research

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



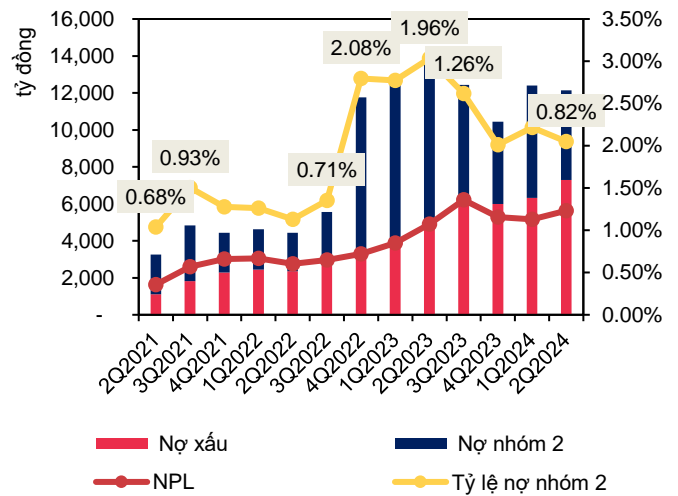
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 5: Tăng trưởng tín dụng và huy động theo quý (Đơn vị: %)



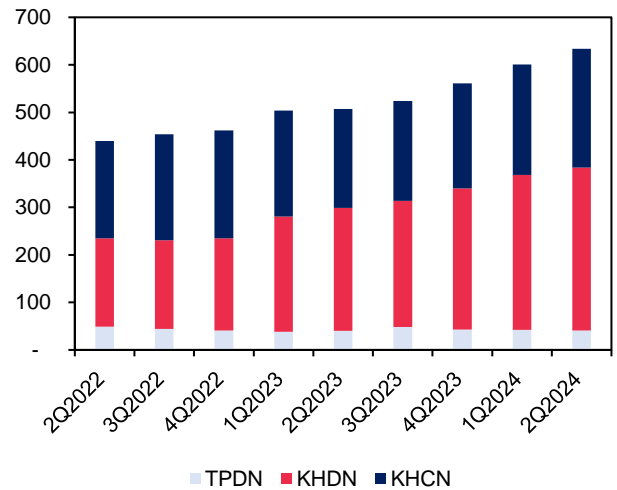
Nguồn: TCB, MBS Research

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



Nguồn: TCB, MBS Research

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



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

Nguồn: TCB, MBS Research

Chúng tôi nâng dự báo LNST 2024 tăng thêm 3.4% so với lần trước do KQKD 6T2024 cao hơn kỳ vọng.

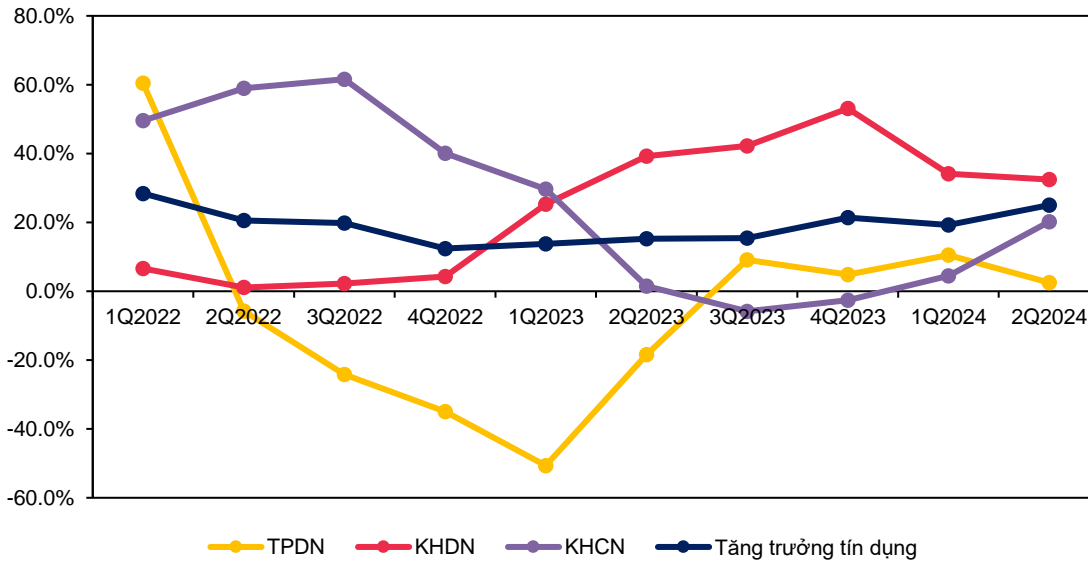
Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng tín dụng 2024 lên mức 23.5% từ mức 22.4% trong dự báo gần nhất.

Mức TTTD ấn tượng 12.9% tại cuối Q2/2024 so với đầu năm và tăng 25.7% svck của TCB cho thấy được ngân hàng vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng mạnh nhờ sự dẫn dắt của nhóm ngành BĐS. Mức tăng này cao hơn đáng kể so với mức tăng cùng kỳ (Q2/2023 tăng 14.8% svck và tăng 9.7% so với cuối 2022).

Dư nợ KHDN tại cuối Q2/2024 tăng mạnh 12.9% so với cuối năm 2023 và 32.4% svck, trong khi dư nợ nhóm KHCN tăng 13.1% so với cuối 2023 và 20.2% svck. Trong cơ cấu dư nợ KHDN, dư nợ nhóm ngành BĐS giảm tốc xuống mức 19.6% svck trong khi nhóm ngành hàng tiêu dùng tăng tốc lên mức 45.5% svck. Đối với cơ cấu nhóm KHCN, hoạt động đảo nợ của người mua nhà được duy trì tương đương với Q1/2024 đạt 21,980 tỷ đồng trong khi số giải ngân thêm tăng mạnh 32.7% so với Q1/2024 đạt 31,157 tỷ đồng.

Chúng tôi đánh giá TTTD trong nửa đầu năm 2024 của TCB là rất khả quan khi không chỉ đạt mức cao hơn gấp đôi so với toàn hệ thống mà còn đến từ việc mảng cho vay bán lẻ duy trì được đà hồi phục. Do đó, chúng tôi nâng dự báo TTTD năm 2024 của TCB lên mức 23.5% (cao hơn dự báo gần nhất là 22.4%) với kỳ vọng dư nợ nhóm KHDN và nhóm KHCN tăng trưởng lần lượt 30% và 22% so với cuối 2023.

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



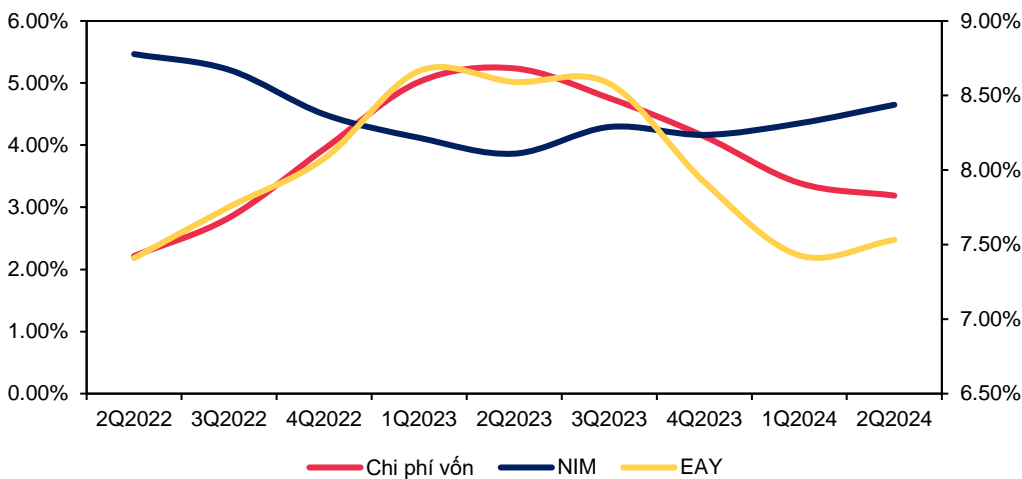
Nguồn: TCB, MBS Research

NIM 2024 được dự báo tăng lên mức 4.5%

TCB ghi nhận NIM ở mức 4.6% trong Q2/2024, tăng 30 điểm cơ bản so với Q1/2024 và tăng 79 điểm cơ bản svck. Luỹ kế 6T2024, NIM đạt 4.5%, tăng 41 điểm cơ bản svck. Chi phí vốn (COF) giảm mạnh đi cùng với chính sách giá linh hoạt giúp cho NIM của TCB có sự cải thiện đáng kể trong 6T2024 khi nhu cầu tín dụng phục hồi, đặc biệt ở nhóm bán lẻ.

Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ có xu hướng nhích nhẹ trong nửa cuối năm 2024 khi thanh khoản hệ thống đang có dấu hiệu căng thẳng hơn khiến các NHTM gia tăng huy động. Trong khi đó, lãi suất cho vay sẽ tiếp tục được duy trì ở mức thấp và sẽ không có nhiều động lực tăng khi nhu cầu tín dụng vẫn chưa thực sự trở lại mạnh mẽ, đặc biệt là ở nhóm ngành BĐS. Do đó, chúng tôi cho rằng NIM của hầu hết các ngân hàng sẽ thấp hơn so với nửa đầu năm 2024. Tuy nhiên, đối với TCB, tỷ lệ CASA đang có sự cải thiện rất đáng kể so với cùng kỳ. CASA cuối Q2/2024 đạt 37.4%, mặc dù giảm so với mức 40.5% của Q1/2024 nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với cùng kỳ là 34.9%. Mức CASA này cũng cao hơn đáng kể so với toàn ngành. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng chính sách giá linh hoạt của TCB đang phát huy được tác dụng tương đối rõ nét trong 6T2024 giúp tín dụng tăng trưởng cao và hãm đà giảm của lợi suất tài sản (asset yield) do lãi vay suy giảm. Do đó, chúng tôi cho rằng NIM của TCB trong cả năm 2024 sẽ duy trì ở mức 4.5%, tương đương với 6T2024.

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



Nguồn: TCB, MBS Research

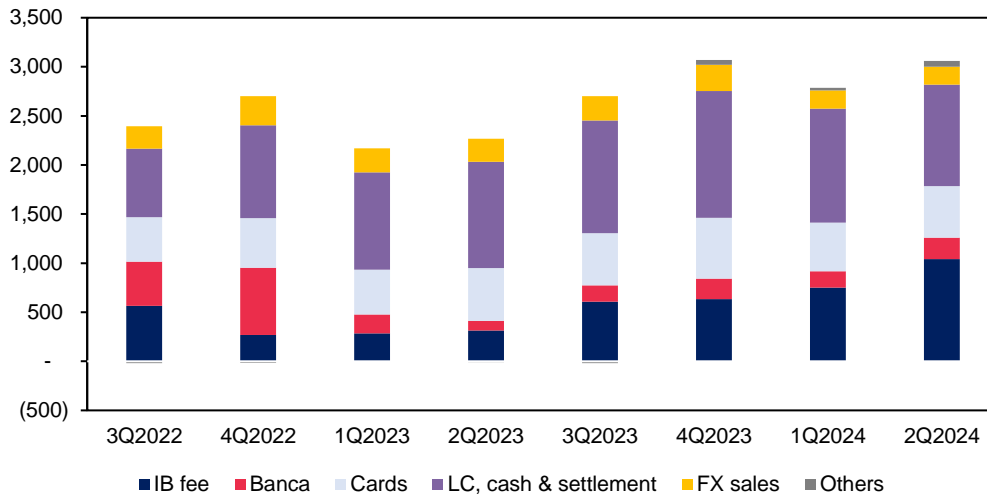
Thu nhập từ phí tăng trưởng ấn tượng trong 6T2024 nhờ mảng IB

Thu nhập từ phí trong Q2/2024 của TCB đạt 3,060 tỷ đồng, tăng 35.5% svck và tăng 9.9% so với quý trước. Lũy kế 6T2024, thu nhập từ phí của TCB đạt 5,846 tỷ đồng, tăng 32.0% svck. Mảng đóng góp đáng kể nhất đến từ hoạt động IB đạt 1,042 tỷ đồng, tăng 230.8% svck và 38.9% so với quý trước. Dự nợ kinh doanh trái phiếu của TCBS tại cuối Q2/2024 đạt hơn 25 nghìn tỷ đồng, cao hơn 14% svck. Dự nợ TPDN phân phối đạt hơn 40 nghìn tỷ đồng, cao hơn 2 lần svck và chiếm thị phần hơn 47%.

Bên cạnh mảng IB, banca cũng là một điểm nhấn trong cơ cấu thu nhập từ phí của TCB trong Q2/2024. Thu nhập từ banca trong quý đạt 218 tỷ đồng, tăng 127.1% svck và 30.5% so với Q1/2024. Lũy kế 6T2024, thu nhập từ banca đạt 385 tỷ đồng, tăng 32.8% svck. Doanh thu APE trong Q2/2024 và 6T2024 của TCB đạt lần lượt top 2 và top 3 toàn thị trường.

Trong nửa cuối 2024, chúng tôi cho rằng các hoạt động phát hành TPDN sẽ tiếp tục được duy trì như trong nửa đầu năm. Tuy nhiên, đối với mảng banca, chúng tôi cho rằng vấn đề niềm tin vẫn sẽ là thách thức lớn nhất trong việc tiếp cận khách hàng của các NHTM, do đó sẽ chưa thực sự khởi sắc. Tổng quan, chúng tôi kỳ vọng các khoản thu phí trong năm 2024 sẽ tăng trưởng 29.5% svck.

Hình 9: Cơ cấu thu nhập từ phí của TCB (tỷ đồng)



Nguồn: TCB, MBS Research

Chi phí trích lập dự phòng nửa cuối 2024 được duy trì tương đương với nửa đầu năm do nợ xấu tăng nhẹ

Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 của TCB tại cuối Q2/2024 đạt 1.2% và 0.8%, lần lượt tăng 10 điểm cơ bản và giảm 27 điểm cơ bản so với quý trước. Nợ xấu vẫn nhích nhẹ so với cuối năm 2023 mặc dù TTTD đã khởi sắc hơn cho thấy áp lực nợ xấu là vẫn còn trong những quý tiếp theo.

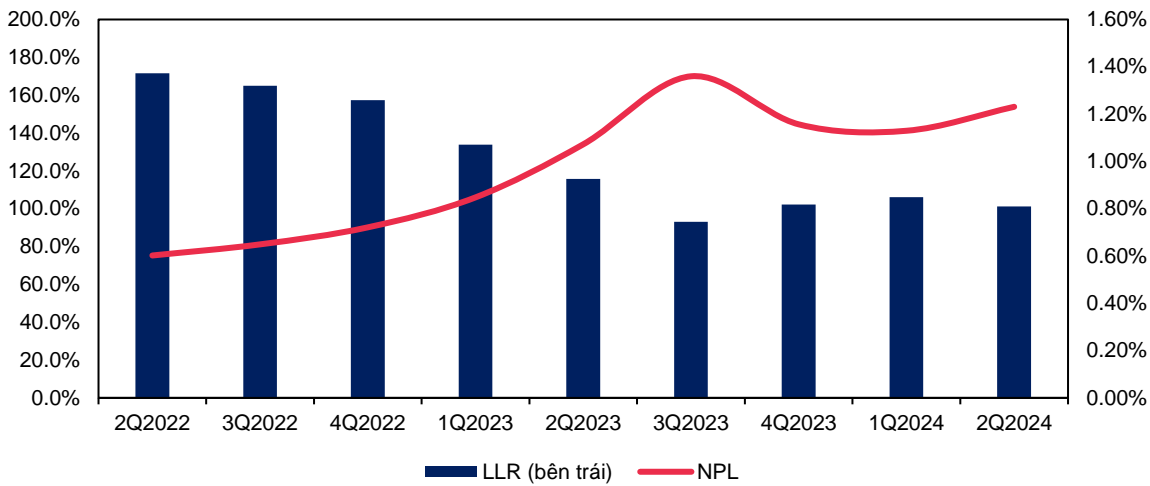
Nợ xấu phát sinh chủ yếu ở nhóm KHCN khi ghi nhận mức NPL đạt 2.75%, tăng 38 điểm cơ bản so với quý trước và 49 điểm cơ bản so với cuối 2023. Trong đó, mảng cho vay mua nhà chiếm tỷ trọng lớn nhất có mức NPL tăng mạnh từ mức 1.5% cuối 2023 lên 2.2% cuối Q2/2024. Nợ xấu từ nhóm KHĐN có sự cải thiện lớn khi giảm xuống mức 0.3% tại cuối Q2/2024 so với mức 0.4% cuối Q1/2024.

Phần lớn nợ xấu phát sinh trong Q2/2024 đến việc nhảy nhóm của các khoản nợ nhóm 2 (đạt hơn 2 nghìn tỷ đồng, trong đó khoảng 10% đến từ việc ảnh hưởng của CIC). Ngoài ra, trong kỳ TCB cũng đã xử lý và xoá tổng dư nợ dưới chuẩn hơn 1,483 tỷ đồng nhờ bộ đệm trích lập vững chắc.

Trong Q2/2024, TCB ghi nhận chi phí trích lập 1,644 tỷ đồng, tăng 103.7% svck và 35.8% so với quý trước. Tỷ lệ chi phí trích lập/tổng dư nợ đạt 0.27%, tăng nhẹ so với mức 0.26% của Q1/2024 và cao gần gấp đôi so với mức 0.16% cùng kỳ. Luỹ kế 6T2024, chi phí trích lập đạt 2,855 tỷ đồng, tăng 112.8% svck. Mặc dù TCB đã sử dụng 1,974 tỷ đồng cho việc xử lý nợ xấu nhưng vẫn giúp LLR của ngân hàng duy trì trên mức 100% và đạt 101.1% tại cuối Q2/2024.

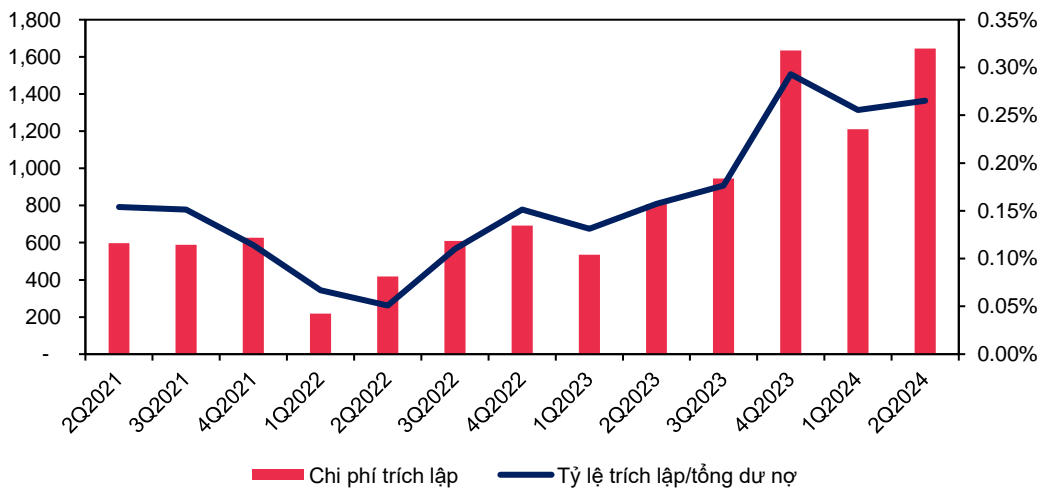
NPL có xu hướng nhích nhẹ khi hoạt động đảo nợ của nhóm KH vay mua nhà bắt đầu giảm so với giải ngân mới cho thấy rằng áp lực gia tăng nợ xấu của nhóm này vẫn còn là một thách thức trong nửa cuối năm 2024. Do đó, chúng tôi cho rằng NPL của TCB sẽ duy trì ở mức 1.2% tại cuối 2024, tương đương với 6T2024.

Hình 10: NPL và LLR của TCB theo quý (%)



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 11: Chi phí trích lập dự phòng và tỷ lệ trích lập/tổng dư nợ của của TCB theo quý (tỷ đồng, %)



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Dự báo KQKD: LNST 2024 được điều chỉnh tăng 3.4% so với dự báo gần nhất.

Hình 12: Tóm tắt dự báo KQKD 2024-2025

Các tiêu chí KQKD	2023	2024F	% svck	2025F	% svck	Nhận xét
Thu nhập lãi thuần	27,691	37,800	36.5%	47,922	26.8%	
Thu nhập thuần ngoài lãi	12,370	16,015	29.5%	19,184	19.8%	Hoạt động IB được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tuy nhiên doanh thu từ mảng banca được dự báo sẽ kém khả quan hơn so với nửa đầu năm 2024.
Tổng thu nhập hoạt động	40,061	53,814	34.3%	67,106	24.7%	
Chi phí hoạt động	13,252	16,144	21.8%	20,803	28.9%	
LN trước dự phòng	26,809	37,670	40.5%	46,303	22.9%	
Chi phí trích lập dự phòng	3,921	6,935	76.9%	8,350	20.4%	
LNST	18,191	24,428	34.3%	30,164	23.5%	Mức LNST dự báo cao hơn 12.7% so với kế hoạch cả năm 2024 với kỳ vọng KQKD nửa cuối năm sẽ duy trì được mạch tăng trưởng như nửa đầu năm.
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	21.6%	23.5%	194 đcb	20.1%	-345 đcb	TTTD được dự báo sẽ tiếp tục đà tăng như trong nửa đầu năm 2024, tuy nhiên áp lực nợ xấu từ mảng cho vay mua nhà cũng sẽ khiến các hoạt động cho vay mới gặp nhiều thách thức hơn trong khi hoạt động đảo nợ vẫn có khả năng gia tăng do sự hồi phục chưa thực sự thuyết phục của thị trường BĐS.
Tăng trưởng huy động (YTD)	23.7%	22.9%	-76 đcb	18.2%	-475 đcb	
NIM	4.0%	4.5%	44 đcb	4.7%	23 đcb	
CIR	33.1%	30.0%	-308 đcb	31.0%	100 đcb	
LDR	81.0%	81.4%	41 đcb	82.8%	132 đcb	
CASA	39.9%	39.9%	-1 đcb	39.9%	2 đcb	Một trong những yếu tố then chốt giúp TCB duy trì được mức NIM như trong 6T2024 đến từ việc tăng cường gia tăng CASA. Chúng tôi kỳ vọng với lợi thế về công nghệ, tệp khách hàng lớn cùng với hệ sinh thái được đa dạng hoá, CASA sẽ quay lại mức 40% trong năm 2024.
NPL	1.2%	1.2%	4 đcb	0.9%	-28 đcb	
LLR	102.1%	101.3%	-82 đcb	138.1%	3677 đcb	
ROE	15.0%	17.5%	247 đcb	18.3%	87 đcb	
ROA	2.3%	2.6%	25 đcb	2.7%	8 đcb	

Nguồn: TCB, MBS Research

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi nâng giá mục tiêu 12 tháng lên mức **25,400 đ/cp** (giá mục tiêu điều chỉnh theo báo cáo gần nhất là 24,400 đ/cp) và khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với TCB nhờ KQKD 6T2024 khả quan hơn so với dự báo và so với kế hoạch. Đồng thời, diễn biến không quá khả quan của toàn thị trường đã đưa mức định giá của TCB về mức hấp dẫn so với triển vọng trong dài hạn:

- Tăng trưởng LNST kép trong giai đoạn từ 2024-2028 được dự báo sẽ đạt trung bình 23.4%/năm, cao hơn mức trung bình 5 năm gần nhất là 16.5%. TTTD sẽ được duy trì ở mức 20%/năm trong 5 năm tiếp theo và NIM sẽ duy trì quanh mức 4.5-4.8%.
- Chất lượng tài sản và KQKD mặc dù có suy giảm do tác động của thị trường BĐS nhưng đã cho thấy được sự phục hồi khả quan nhờ vị thế đầu ngành và nền tảng vững chắc (CAR cuối Q2/2024 đạt 14.5%).

Tổng hợp các giả định trong Phương pháp định giá

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

- Chúng tôi sử dụng mức P/B mục tiêu là 1.2x lần cho áp dụng cho giá trị sổ sách tại cuối năm 2024 của TCB. Mức P/B này tương đương với mức P/B hiện tại của TCB và các ngân hàng có cùng quy mô như ACB, MBB, VPB.
- Đối với Phương pháp thu nhập thặng dư, tỷ lệ giá trị sổ sách trong cấu phần định giá đã được giảm xuống mức 75% trong lần định giá này cho thấy triển vọng lợi nhuận trong những năm tới của TCB sẽ khả quan hơn, đặc biệt sau khi thị trường BĐS hồi phục.
- Chúng tôi không kỳ vọng TCB sẽ chia cổ tức bằng tiền mặt đều đặn hàng năm vì chiến lược ưu tiên tăng trưởng 20%/năm của ngân hàng và duy trì vị thế hàng đầu về CAR trong ngành nhằm sớm đạt mục tiêu đạt chuẩn Basel III.

Rủi ro đầu tư

- Những áp lực về tỷ giá trong những quý tiếp theo có thể khiến lãi suất huy động tăng cao hơn dự báo của chúng tôi. Chúng tôi cũng không loại trừ khả năng NHNN sẽ nâng nhẹ lãi suất điều hành nhằm ổn định tỷ giá, điều này có thể khiến NIM của ngân hàng không tăng như dự báo. Ngoài ra, lãi suất tăng cũng có thể khiến định giá của TCB không đạt được mức P/B mà chúng tôi kỳ vọng.
- Sự phục hồi của thị trường BĐS vẫn chưa thực sự xác nhận khi nguồn cung sản phẩm vẫn đang bị hạn chế bởi các vấn đề pháp lý. Luật Đất đai có hiệu lực từ 1/8/2024 với quy định về việc chủ đầu tư phải cung cấp các sản phẩm hoàn thiện bao gồm đất và tài sản gắn liền với đất cũng khiến nguồn cung trở nên càng khan hiếm do cần nguồn lực lớn hơn và điều kiện khắt khe hơn trong việc bán các sản phẩm BĐS sơ cấp, mặc dù điều này sẽ tốt cho việc phát triển thị trường BĐS trong dài hạn. Do đó, điều này có thể khiến TTTD của TCB gặp thách thức lớn hơn dự báo.

Định giá

Hình 13: Tóm tắt định giá theo Phương pháp Thu nhập thặng dư

	2024	2025	2026	2027	2028
LS phi rủi ro	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
Phần bù rủi ro	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37
Chi phí vốn cổ phần	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%				
<i>(ĐVT: tỷ đồng)</i>					
Thu nhập thặng dư (RI)	2,116	3,901	6,021	6,002	6,203
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	2,116	3,374	4,505	3,884	3,473
VCSH đầu kỳ	130,311				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	17,352				
GTHT terminal value	24,534				
Giá trị VCSH cuối kỳ	172,197				
SLCP lưu hành (tr cp)	7,045				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	24,400				

Nguồn: MBS Research

Hình 14: Bảng so sánh các NHTM Việt Nam (giá đóng cửa ngày 02/08/2024)

	Giá (VND)	Vốn hóa (Tỷ đồng)	P/E		P/B		ROE		ROA	
			TTM	2024F	TTM	2024F	TTM	2024F	TTM	2024F
BID	46,800	266,780	11.7x	10.6x	2.1x	1.8x	18.8%	16.9%	1.0%	0.9%
CTG	31,450	168,886	8.3x	7.5x	1.3x	1.2x	15.9%	16.5%	1.0%	1.1%
VCB	90,700	506,931	15.2x	14.3x	2.8x	2.5x	19.5%	17.3%	1.8%	1.8%
MBB	23,400	124,168	5.7x	5.2x	1.2x	1.1x	22.6%	22.2%	2.3%	2.4%
VPB	18,550	147,174	12.1x	10.1x	1.1x	1.0x	9.1%	11.7%	1.4%	1.8%
TCB	23,000	162,035	7.6x	8.3x	1.2x	1.1x	16.2%	16.6%	2.5%	2.5%
ACB	23,950	106,976	6.5x	5.0x	1.4x	1.1x	22.9%	21.6%	2.3%	2.3%
STB	28,050	52,880	6.5x	6.6x	1.1x	1.0x	17.6%	16.2%	1.2%	1.2%
HDB	25,800	75,144	6.2x	5.7x	1.5x	1.3x	26.2%	23.3%	2.1%	1.9%
VIB	20,700	52,512	6.8x	5.4x	1.4x	1.2x	20.5%	23.4%	1.9%	2.2%
OCB	14,450	29,692	7.8x	6.0x	1.0x	0.9x	13.0%	15.9%	1.6%	1.9%
TPB	17,700	38,969	8.2x	7.3x	1.1x	1.1x	14.1%	14.5%	1.3%	1.5%
Trung bình (ngoài trừ nhóm SOEs)			7.5x	6.6x	1.2x	1.1x	18.0%	18.4%	1.9%	2.0%
<i>Trung bình</i>			<i>8.6x</i>	<i>7.7x</i>	<i>1.4x</i>	<i>1.3x</i>	<i>18.0%</i>	<i>18.0%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.8%</i>

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Hình 15: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	24,400	50%	12,200
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.2x)	26,400	50%	13,200
Giá mục tiêu			25,400

Nguồn: MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	Tỷ số tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Thu nhập lãi thuần	27,691	37,800	47,922	56,589	Tăng trưởng				
Lãi thuần từ Dịch vụ	8,715	10,615	12,981	15,558	Tổng tài sản	21.5%	21.1%	18.4%	18.5%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	196	772	879	1,273	Cho vay và CK	19.5%	25.7%	17.9%	17.0%
Lãi thuần từ CKKD	65	100	194	272	Tiền gửi KH & GTCG	23.3%	22.9%	18.2%	18.2%
Lãi thuần từ CKĐT	926	1,511	1,787	1,873	LNTT	-11.0%	34.3%	23.5%	25.0%
Lãi thuần từ HĐ khác	2,434	3,017	3,343	3,522					
Tổng thu nhập hoạt động	40,061	53,814	67,106	79,087	An toàn vốn				
Chi phí hoạt động	13,252	16,144	20,803	24,517	CAR	14.4%	14.5%	N/A	N/A
Chi phí DPRRTD	3,921	6,935	8,350	7,117	VCSH/Tổng tài sản	15.8%	15.0%	14.8%	15.1%
LNTT	22,888	30,735	37,954	47,453	Đòn bẩy tài chính	6.32	6.65	6.76	6.63
Chi phí thuế TNDN	4,697	6,308	7,789	9,739					
LNST	18,191	24,428	30,164	37,715	Chất lượng tài sản				
LN cổ đông thiểu số	(187)	(251)	(310)	(388)	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.2%	1.2%	0.9%	1.0%
LNST cho Ngân hàng	18,004	24,176	29,854	37,327	Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.9%	0.7%	1.2%	0.9%
					Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	102.1%	101.3%	138.1%	134.3%
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26					
Tiền và tương đương tiền	3,621	3,666	3,635	4,974	Thanh khoản				
Tiền gửi tại NHNN	27,141	20,795	29,131	37,415	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	81.0%	81.4%	82.8%	82.8%
Tiền gửi và cho vay các TCTD	104,072	128,230	146,082	184,641	TS thanh khoản/TTS	28.8%	28.6%	27.3%	27.5%
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	4,433	5,830	14,002	13,803	TS thanh khoản/tiền gửi KH	40.2%	39.3%	36.8%	37.2%
Phái sinh và các CCTC khác	144	144	144	144					
Hoạt động mua nợ	82	-	-	-	Khả năng sinh lợi				
Cho vay khách hàng	518,642	647,825	777,867	920,188	ROA	2.3%	2.6%	2.7%	2.8%
Dự phòng cho vay	(6,128)	(7,877)	(9,882)	(12,062)	ROE	15.0%	17.5%	18.3%	19.0%
Chứng khoán đầu tư	104,994	136,072	140,031	156,391	NIM	4.0%	4.5%	4.7%	4.7%
Đầu tư dài hạn khác	3,046	2,901	2,915	2,930	TN lãi thuần/Tổng TNHD	69.1%	70.2%	71.4%	71.6%
Tài sản cố định	8,893	9,688	10,604	11,659	Chi phí HĐ/Tổng TNHD (CIR)	33.1%	30.0%	31.0%	31.0%
BĐS đầu tư	-	-	-	-					
Tài sản Có khác	80,543	81,621	103,660	122,890	Định giá				
TỔNG TÀI SẢN	849,482	1,028,896	1,218,188	1,442,972	EPS cơ bản (VND)	5,115	4,576	4,238	5,298
					Giá trị sổ sách (VND)	18,497	21,214	25,496	30,849
Nợ NHNN, Chính phủ	0	-	-	-	P/E	4.5x	5.0x	5.4x	4.3x
Tiền gửi, vay các TCTD khác	153,173	180,225	199,756	221,535	P/B	1.2x	1.1x	0.9x	0.7x
Tiền gửi của khách hàng	454,661	570,548	704,863	847,958					
Phái sinh và các CCTC khác	-	-	-	-					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	-	-	-	-					
Phát hành giấy tờ có giá	84,703	100,413	101,123	119,624					
Các khoản nợ khác	25,317	26,687	30,950	34,255					
NỢ PHẢI TRẢ	717,854	877,873	1,036,691	1,223,373					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	131,628	151,023	181,497	219,599					
Vốn điều lệ	35,225	70,450	70,450	70,450					
Thặng dư vốn cổ phần	476	476	476	476					
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
Vốn khác	556	556	556	556					
Quỹ của TCTD	45,726	47,680	50,092	53,109					
LN chưa phân phối	48,328	30,293	58,044	92,741					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	1,317	1,568	1,878	2,266					
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	849,482	1,028,896	1,218,188	1,442,972					

Nguồn: BCTC TCB, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

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

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

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

Địa chỉ:

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

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

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường
Ngô Quốc Hưng
Nghiem Phú Cường

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyện
Nguyễn Đức Hải

Bất động sản
Nguyễn Minh Đức
Nguyễn Minh Trí
Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng Lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng
Phạm Thị Thanh Huyền