Ngày 09 tháng 09 năm 2022



Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam

[Việt Nam / Ngân hàng]

Bloomberg Code (TCB VN) | Reuters Code (TCB.HM)

MUA

Báo Cáo Lần Đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**58,700VND**
Giá hiện tại (09/09/2022)	37,550VND
Suất sinh lời (%)	56%



[Chuyên viên]

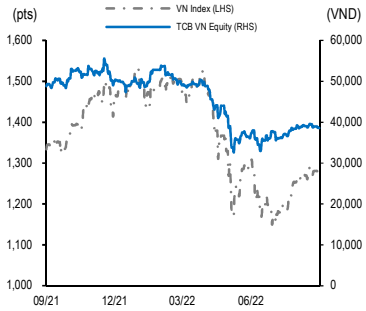
Xuân Nguyễn ☎ (84-28) 6299-7759

✉ xuan.nht@shinhan.com

VNINDEX	1,245
HNXINDEX	282
Vốn hóa (tỷ VND)	132,424
SLCP lưu hành (triệu CP)	3,517
Tự do giao dịch (triệu CP)	2,714
52-tuần cao/thấp (VND)	56,000/32,550
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	5.1
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	166
Sở hữu nước ngoài (%)	27.5

Cổ đông lớn (%)	CTCP Tập đoàn Masan	14.93
	BLĐ và những người liên quan	0.42

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	7.1	27.7	59.2
So với VN-Index (%)	5.6	-7.8	-16.3



Shinhan Securities

Chất lượng tài sản vượt trội

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 58,700 đồng

Ngân hàng TMCP Techcombank (HoSE: TCB) là một trong những ngân hàng bán lẻ lớn nhất Việt Nam với những thành công đáng kể. Chiến lược của TCB không chỉ tập trung vào việc đầu tư công nghệ, mà còn xây dựng hệ thống dữ liệu- số hóa tổng thể với nhân sự tài năng. Ngân hàng hiện đang dẫn đầu hệ thống với nhiều chỉ số quan trọng như ROA, tỷ lệ CASA, tỷ lệ nợ xấu (NPL). Chúng tôi định giá lần đầu TCB ở mức giá 58,700 đồng tương ứng với mức sinh lời 56%.

Chất lượng tài sản vượt trội trong ngành với bộ đệm vốn dày, tỷ lệ nợ xấu thấp, bao phủ nợ xấu cao

Hệ số CAR đến giữa năm 2022 đạt 15.7% cao gần gấp đôi yêu cầu của Basel II về tỷ lệ an toàn vốn. Vốn chủ sở hữu đạt 104,473 tỷ đồng tại 1H2022, đứng thứ 2 trong hệ thống. Nợ xấu thấp nhất ngành, đạt 0.6% trong 1H2022, với tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao 171.6%.

Khả năng sinh lời cao nhờ vào lợi thế chi phí vốn thấp

TCB có lợi thế về chi phí khi dẫn đầu ngành với tỷ lệ CASA đạt 47.5% tại 1H2022 và thành công vay vốn nước ngoài 1 tỷ USD trong đầu năm 2022. Điều này giúp TCB có lợi thế cạnh tranh về lãi suất cho vay và nhiều tiềm năng mở rộng NIM. Hệ số NIM đã cải thiện từ 4% năm 2017 lên mức 5.6% năm 2021, và giữ tỷ lệ này đến 1H2022.

Khả năng điều chỉnh cơ cấu tín dụng cho phép TCB linh hoạt thay đổi theo thị trường

TCB dẫn đầu thị trường về mảng đầu tư trái phiếu doanh nghiệp, đạt 62,609 tỷ đồng năm 2021. Tuy nhiên, TCB đã giảm lượng TPDN xuống còn 49,345 tỷ đồng 2Q2022, chuyển đổi chiến lược sang cho vay đặc biệt là vay mua nhà khách hàng cá nhân. Điều này phù hợp trong bối cảnh thị trường tài chính có nhiều thay đổi, và tăng cường quản lý của NHNN về TPDN.

Hệ sinh thái đặc thù đem lại nguồn thu nhập ngoài lãi mạnh mẽ và đa dạng

Hợp tác giữa TCB và Masan và Vingroup đem lại nhiều lợi ích về mặt thu hút khách hàng cá nhân, giúp TCB tăng được thu nhập phí từ hoạt động dịch vụ. Bên cạnh đó, TCB còn có nhiều lợi thế về hoạt động bảo hiểm bancassurance với sự hợp tác độc quyền 15 năm với Manulife.

Rủi ro (1) Rủi ro lạm phát; (2) Rủi ro nợ xấu tăng; (3) Rủi ro thị trường bất động sản.

Năm	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	26,699	32,410	38,568	47,706	56,055
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	10,378	10,045	11,551	13,358	15,540
TNHĐ (tỷ VND)	37,076	42,454	50,118	61,065	71,595
TNHĐ trước dự phòng (tỷ VND)	25,903	28,898	33,561	40,699	46,361
LNST (tỷ VND)	18,415	21,794	25,087	30,592	34,765
EPS (đồng)	5,245	6,197	7,133	8,698	9,885
Tăng trưởng EPS (%)	46.1	18.2	15.1	21.9	13.6
P/E (x)	7.4	6.3	5.5	4.5	3.9
P/B (x)	1.5	1.2	1.0	0.8	0.7
ROA (%)	3.6	3.4	3.3	3.3	3.1
ROE (%)	21.5	20.6	19.3	19.3	18.1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Tổng quan doanh nghiệp**

6 **Quan điểm đầu tư**

10 **Dự phóng kết quả kinh doanh**

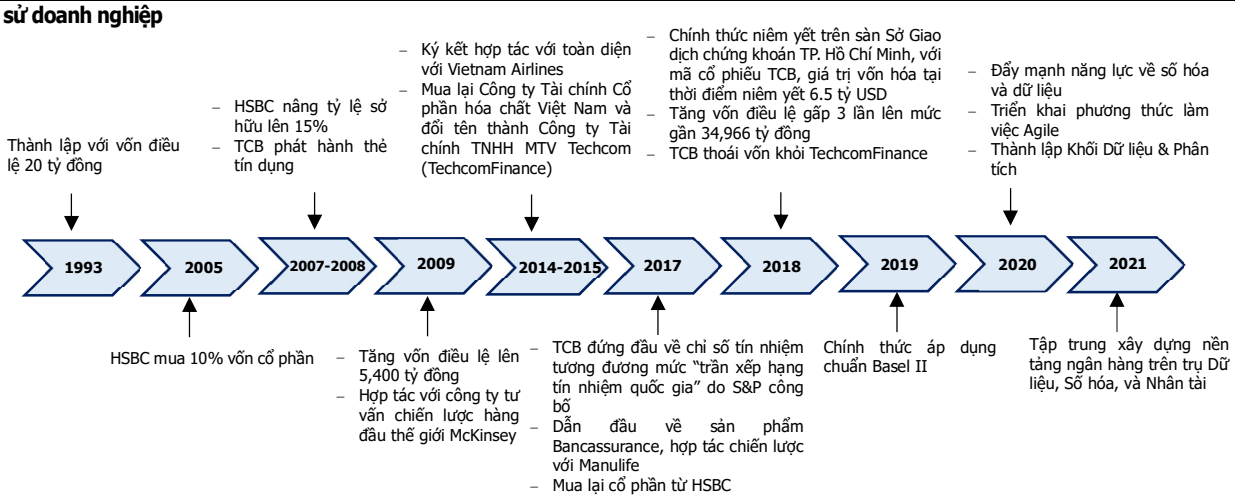
11 **Định giá và khuyến nghị**

15 **Rủi ro**

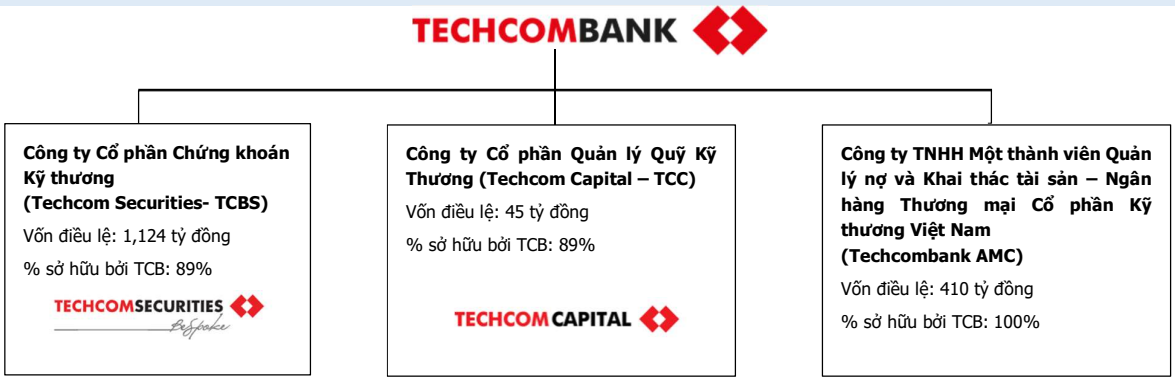
16 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

Tổng quan doanh nghiệp

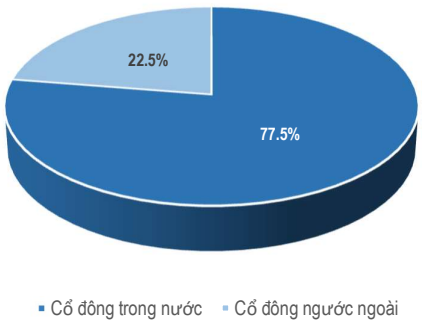
Lịch sử doanh nghiệp



Cơ cấu tổ chức



Cơ cấu sở hữu cổ đông (tính đến cuối 2021)



Chiến lược giai đoạn 2021-2025

1. **Tỷ lệ CASA** 55%
2. **Tỷ lệ ROE** 20%
3. **Vốn hóa thị trường** 20 tỷ USD
4. **Tỷ lệ thu nhập ròng từ phí/ Tổng thu nhập hoạt động** >30%

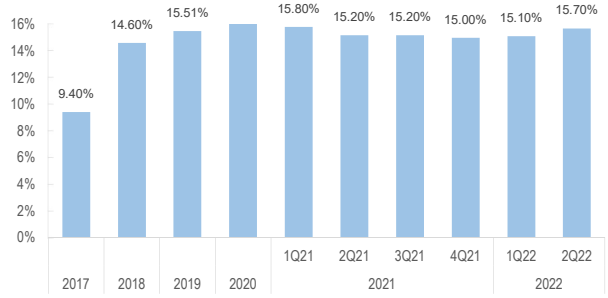
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Quan điểm đầu tư

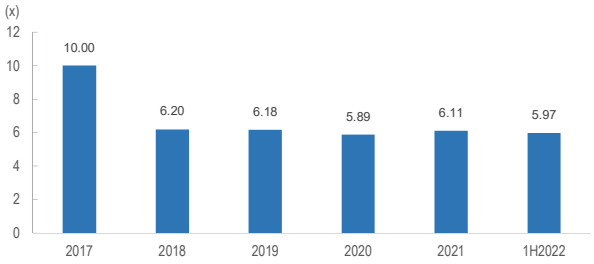
Chất lượng tài sản vượt trội trong ngành với bộ đệm vốn dày, và tỷ lệ nợ xấu thấp, bao phủ nợ xấu cao

1. Hệ số an toàn vốn (CAR) cao nhất hệ thống và tỷ lệ đòn bẩy ở mức thấp

Hệ số CAR - TCB



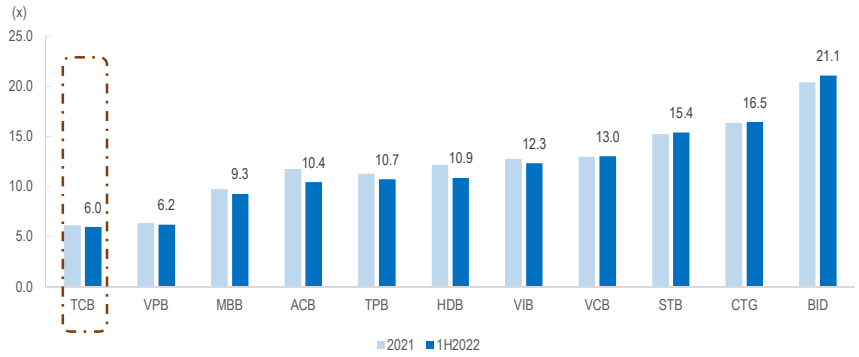
Tỷ lệ đòn bẩy (Tổng tài sản/ Tổng vốn chủ sở hữu) - TCB



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Hệ số an toàn vốn CAR tại cuối năm 2021 đạt 15%, và 6T/2022 đạt 15.7% cao gần như gấp đôi so với yêu cầu tại Basel II là 8%, và dẫn đầu hệ thống ngân hàng giúp TCB (1) tạo nền tảng vững chắc cho tốc độ tăng trưởng mạnh, (2) tạo cơ sở cho việc được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng cao, (3) trở thành một trong những ngân hàng được tổ chức quốc tế đánh giá cao với nhiều triển vọng, và chỉ bị hạn chế bởi mức trần xếp hạng tín nhiệm quốc gia từ Moody's.

Tỷ lệ đòn bẩy của các ngân hàng niêm yết

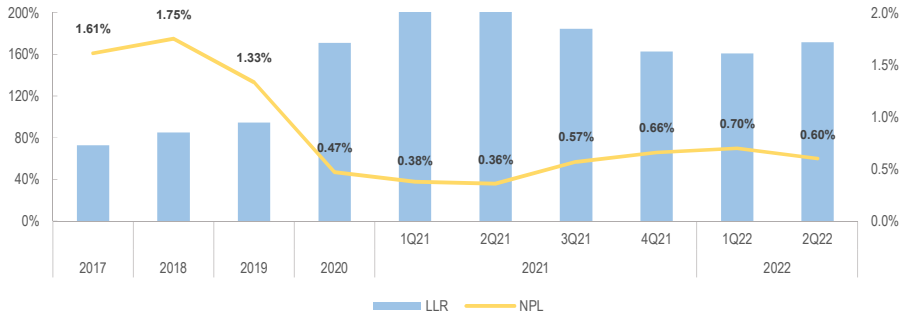


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Company

Bên cạnh đó, vốn chủ sở hữu của TCB tăng hơn 3 lần từ 26,931 tỷ đồng năm 2017 lên 93,041 tỷ đồng năm 2021. Việc tăng vốn thành công trong năm 2018 hỗ trợ tăng mạnh bộ đệm vốn của TCB, và giúp vốn chủ sở hữu của ngân hàng vượt xa các đối thủ khác trong nhóm ngân hàng tư nhân. Tính đến cuối năm 2021, TCB đứng thứ 3 trên hệ thống về vốn chủ sở hữu, chỉ xếp sau hai ngân hàng quốc doanh. Tỷ lệ đòn bẩy của TCB 3 năm trở lại chỉ quanh mức 6x, thấp nhất trong hệ thống các ngân hàng niêm yết. Điều này mở ra nhiều dư địa cho TCB tăng trưởng ROA và ROE, khi ngân hàng này đã đạt được ROA cao nhất hệ thống với ROA năm 2021 đạt 3.7% và ROE đạt 21.7%. Chúng tôi tin rằng bộ đệm vốn của TCB sẽ tiếp tục được củng cố khi NHNN đã chấp thuận việc tăng vốn điều lệ tối đa thêm 63,237 tỷ đồng bằng hình thức phát hành cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho người lao động trong 2022.

2. Tỷ lệ nợ xấu thấp nhất hệ thống với tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao

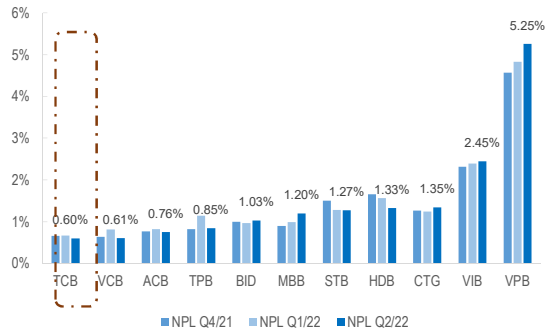
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)- TCB



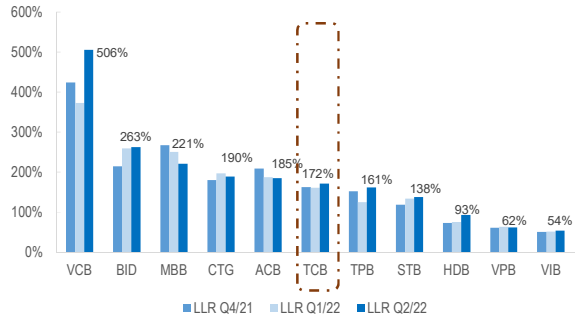
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Company

TCB có tỷ lệ nợ xấu thấp và bao phủ nợ xấu cao giúp khẳng định chất lượng tài sản trong bối cảnh nền kinh tế đang có nhiều biến động như hiện nay. Tính đến cuối năm 2021 tỷ lệ nợ xấu (NPL) TCB đạt 0.66% tăng so với cuối năm 2020 do ảnh hưởng của đại dịch, tuy nhiên vẫn thấp hơn so với nợ xấu nội bảng toàn hệ thống 1.9% (chưa bao gồm nợ VAMC). Nhờ tăng cường trích lập dự phòng và tăng cường xử lý nợ rủi ro, TCB vẫn giữ được mức NPL dưới 1% và giảm xuống 0.6% tính đến Q2/2022, đây là tỷ lệ NPL thấp nhất trong hệ thống phản ánh chất lượng và sự ổn định của tài sản trong và sau đại dịch. TCB có tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) duy trì mức độ cao qua các năm đạt 162.85% cuối năm 2021 và tăng lên 171.60% trong 1H2022, và thuộc nhóm những ngân hàng có LLR cao trong hệ thống. Với chất lượng tài sản tốt của TCB, chúng tôi cho rằng trong tình hình nợ xấu có thể tăng trong thời gian tới khi Thông tư 14/2021/TT-NHNN về cơ cấu lại thời hạn trả nợ, miễn, giảm lãi hết hạn vào 30/06/202, TCB sẽ không bị ảnh hưởng đáng kể.

Tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng niêm yết



Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của các ngân hàng niêm yết

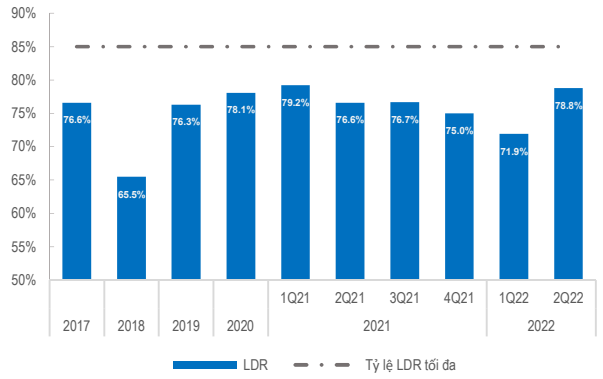


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

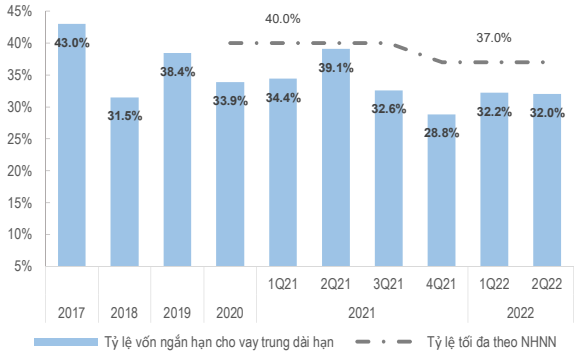
3. Khả năng thanh khoản tốt

TCB cũng đã chứng tỏ được khả năng thanh khoản khi giữ tỷ lệ dư nợ cho vay trên tổng tiền gửi (LDR) dưới mức quy định của NHNN tối đa là 85%, khi TCB đạt 75% cuối năm 2021. LDR có tăng lên 78.8% tính đến cuối Q2/2022 nhằm tăng trưởng tối đa mục tiêu lợi nhuận, nhưng vẫn được giữ dưới mức quy định. Ngoài ra, NHNN cũng quy định mức tối đa cho tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn giảm từ 40% xuống 37% kể từ Q4/2021, và theo dự kiến tỷ lệ này sẽ tiếp tục giảm xuống 34% từ Q4/2022. Trong quá trình tối đa hóa dư nợ cho vay, TCB vẫn duy trì tốt tỷ lệ này, đạt 28.8% cuối năm 2021, và 32% cuối Q2/2022. TCB cũng đã thực hiện các phương án làm tăng bộ đệm thanh khoản bằng nguồn vốn trung và dài hạn như vay hợp vốn nước ngoài. Điều này không chỉ giúp TCB tối ưu hóa lợi nhuận mà còn giúp Ngân hàng đảm bảo được rủi ro thanh khoản.

Tỷ lệ dự nợ cho vay so với tổng tiền gửi- TCB



Vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn- TCB

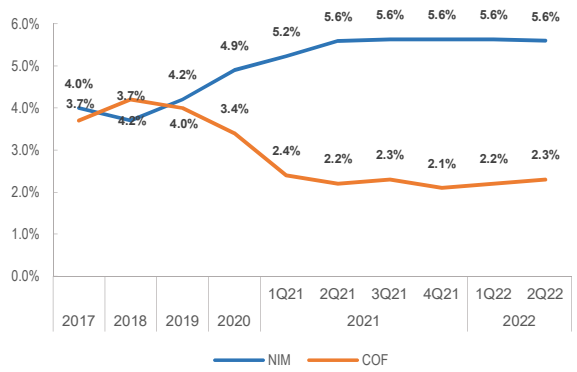


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

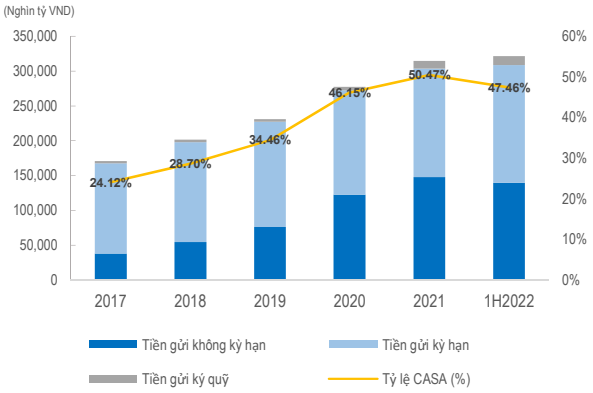
Khả năng sinh lời cao nhờ vào chi phí vốn thấp

Biên lãi thuần (NIM) trung bình 5 năm gần đây của TCB tăng từ 4.0% đến 5.6% cuối năm 2021 và cả trong 6T/2022, TCB đang dẫn đầu hệ thống, nếu không tính VPB với mô hình có khác biệt so với các ngân hàng khác. Chi phí vốn (COF) giảm dần qua các năm đạt 2.1% cuối năm 2021 và tăng nhẹ lên 2.2% trong 1H2022. Khoảng cách chênh lệch giữa NIM và COF ngày càng mở rộng cho thấy TCB kiểm soát rất tốt về mặt chi phí vốn giúp cạnh tranh trong lãi suất cho vay và cải thiện NIM.

NIM và COF- TCB



Phân loại tiền gửi- TCB

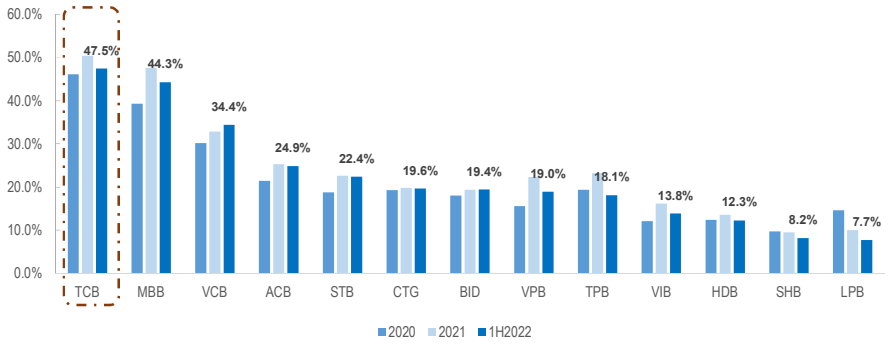


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nhờ là ngân hàng dẫn đầu trong công cuộc "zero fee" và đầu tư mạnh mẽ vào hoạt động chuyển đổi số, giúp TCB thu hút được một lượng lớn khách hàng. TCB là ngân hàng dẫn đầu hệ thống về tỷ lệ CASA (bao gồm tiền gửi không kỳ hạn và ký quỹ). Nguồn vốn chi phí thấp này của TCB liên tục tăng cao trong nhiều năm và đạt 158,858 tỷ đồng cuối năm 2021, tỷ lệ CASA đạt 50.5%, có sự giảm nhẹ tại Q2/2022 với 47.5% đạt 152,659 tỷ đồng, khi khách hàng vẫn đang tìm kiếm các kênh đầu tư sinh lời cao hơn. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng đây chỉ là sự sụt giảm tạm thời khi nền kinh tế đang có nhiều biến động như hiện nay. Trong bối cảnh các ngân hàng đang đua nhau tăng lãi suất tiền gửi nhằm huy động vốn trong 6T/2022, thì những ngân hàng có tỷ lệ CASA cao như TCB có ưu thế vượt trội hơn trong việc cạnh tranh lãi suất vay và khả năng bảo toàn/ cải thiện NIM. Từ năm 2020 đến 1H2022, TCB luôn dẫn đầu hệ thống về hệ số CASA. Bên cạnh huy động thành công tiền gửi không kỳ hạn từ khách hàng, TCB lập kỷ lục với khoản vay hợp vốn nước ngoài lên đến 1 tỷ USD vào tháng 6/2022. Trước đó, TCB đã có hai lần tiếp cận thành công nguồn vốn nước ngoài với 500 triệu USD vào năm 2020 và 800 triệu USD năm 2021. Chúng tôi tin rằng với nguồn vốn CSH mạnh, duy trì nguồn vốn với chi phí thấp, TCB có khả năng mở rộng NIM, và tiềm năng phát triển ngân hàng bán lẻ, tiếp cận khách hàng cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Do đó, TCB có nguồn thu nhập lãi thuần tăng ổn định qua các năm nhờ tăng trưởng danh mục tín dụng với NIM ổn định, đạt gần 26,699 tỷ đồng năm 2021 (+42.4% YoY), 6T/2022 tăng 25.1% YoY lên 15,905 tỷ đồng. Cùng với các khoản thu từ hoạt động tăng đột biến, tổng thu nhập (TOI) năm 2021 đạt 37,076 tỷ đồng (+35.4% YoY), 21,148 tỷ đồng 1H2022 (+16.6% YoY).

Tỷ lệ CASA của TCB so với các ngân hàng đối thủ trong hệ thống



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Company

Khả năng điều chỉnh cơ cấu tín dụng cho phép TCB linh hoạt thay đổi theo thị trường

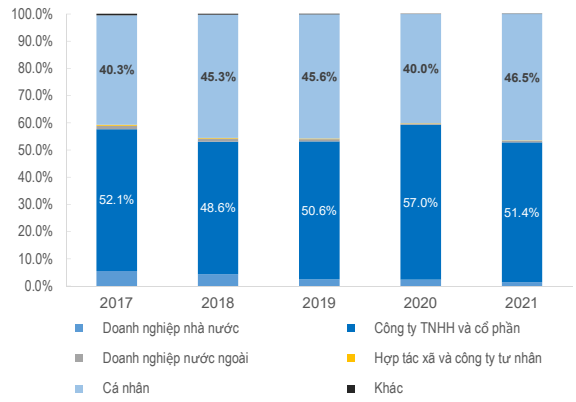
Dư nợ tín dụng riêng lẻ TCB đạt 387,973 tỷ đồng năm 2021, tăng trưởng tín dụng đạt 22.1%, dư nợ tín dụng hợp nhất đạt 410,150 tỷ đồng (+26.5% YoY). Trong 6T/2022, dư nợ tín dụng riêng lẻ đạt 421,121 tỷ đồng, tăng trưởng tín dụng đạt 8.5% kể từ đầu năm. Trong đó, trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) chiếm 15.3% dư nợ tín dụng hợp nhất tính đến cuối năm 2021, giảm xuống chỉ còn 11.2% trong 6T/2022. Cụ thể, TPDN giảm từ 62,809 tỷ đồng năm 2021 (+34.4% YoY), và 76,782 tỷ đồng (+22.3% YoY) Q1/2022 xuống còn 49,345 tỷ đồng Q2/2022 (-36% QoQ). Điều này cho thấy trong bối cảnh thị trường tài chính có nhiều biến động với NHNN siết chặt đầu tư TPDN, và các ngân hàng đã cạn hạn mức tăng trưởng tín dụng,TCB đã linh hoạt cơ cấu lại dự nợ tín dụng, giảm bớt TPDN để dành nhiều dư địa hơn cho dư nợ cho vay khách hàng.

Ngân hàng cũng đã dần dịch chuyển cơ cấu dư nợ cho vay doanh nghiệp sang cá nhân. Dư nợ cho vay cá nhân đạt 161,657 tỷ đồng (+45.5% YoY) cuối năm 2021, chiếm 46.5% tổng dư nợ cho vay khách hàng. Trong khi đó, tỷ trọng dư nợ cho vay doanh nghiệp (bao gồm doanh nghiệp nước ngoài) từ 60% năm 2020 xuống còn 53.3% trong năm 2021. Điều này phù hợp với chiến lược phát triển trong các năm tới của TCB khi tăng cường phát triển các sản phẩm cho nhóm khách hàng cá nhân.

Cơ cấu tín dụng- TCB



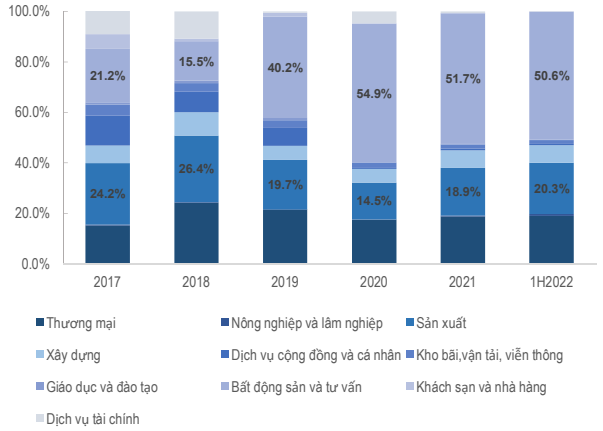
Dư nợ cho vay theo loại khách hàng- TCB



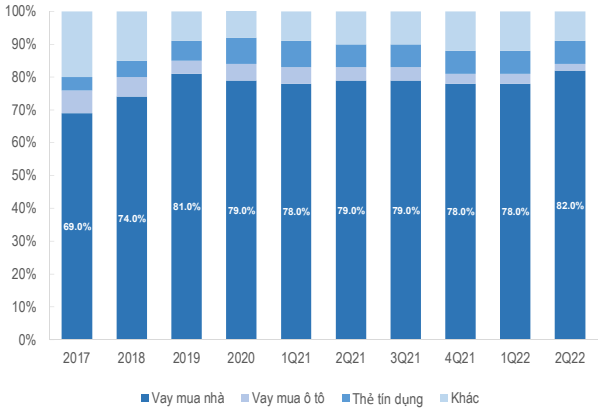
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Company

TCB có khả năng linh hoạt trong việc phân bổ danh mục cho vay doanh nghiệp theo lĩnh vực, Ngân hàng dần chuyển từ cho vay bất động sản sang các ngành tiêu dùng nhanh, bán lẻ, logistics, tiếp tục nỗ lực đa dạng hóa danh mục khi thị trường bất động sản có nhiều thay đổi và các siết chặt hơn từ Nhà nước. Cụ thể, cho vay bất động sản giảm từ 95,913 tỷ đồng năm 2021 xuống còn 94,358 tỷ đồng 1H2022, tỷ trọng giảm từ 51.7% xuống 50.6%, ngược lại, một số ngành nghề tăng trưởng như thương mại, logistics. TCB đã dần chuyển dịch từ các sản phẩm cho vay có rủi ro cao sang cho vay mua nhà và ô tô đối với khách hàng cá nhân với rủi ro thấp hơn. Dư nợ cho vay mua nhà đến cuối năm 2021 đạt hơn 126,300 tỷ đồng chiếm 78% tỷ trọng cho vay khách hàng cá nhân, và tiếp tục tăng tỷ lệ này lên 82% đạt hơn 168 nghìn tỷ đồng (+25.1% QoQ, 66% YoY) trong 6T/2022.

Cho vay doanh nghiệp theo lĩnh vực- TCB



Cho vay cá nhân theo sản phẩm- TCB



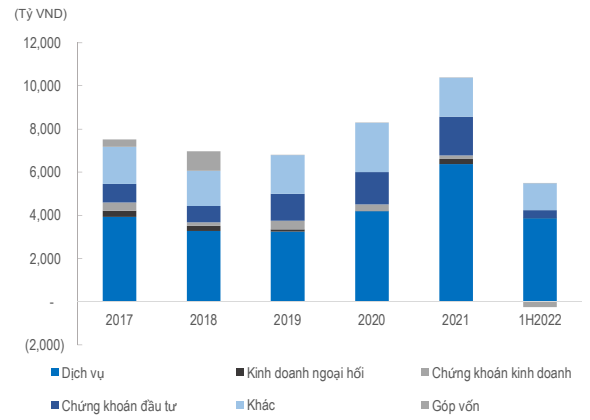
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Company

Hệ sinh thái đặc thù đem lại nguồn thu nhập ngoài lãi mạnh mẽ và đa dạng

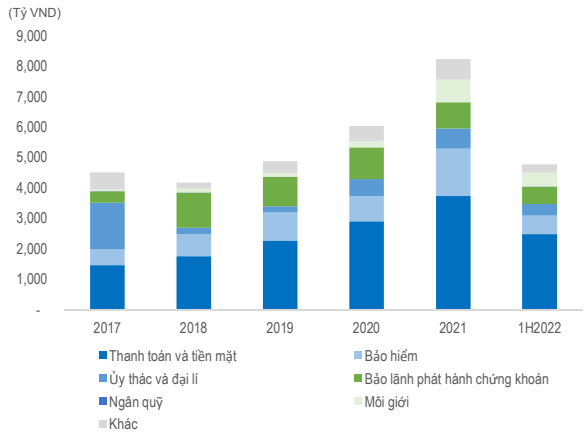
Hợp tác giữa TCB với các tập đoàn lớn như Masan và Vingroup đã đem lại nhiều lợi ích cho TCB khi có nhiều cơ hội tiếp cận khách hàng, đặc biệt là nhóm khách hàng bán lẻ. Nếu TCB và Masan thành công trong việc đưa hệ thống siêu thị mini trở thành tâm điểm giao dịch tài chính, thì TCB có thể thu hút một lượng lớn tiền gửi không kỳ hạn từ lượng khách hàng tại đây. Ngoài ra, với thỏa thuận ký kết hợp tác độc quyền kéo dài 15 năm giữa TCB và Manulife từ năm 2017, giúp TCB tăng nguồn thu nhập từ bancassurance, góp phần tăng trưởng thu nhập ngoài lãi của TCB.

Thu nhập từ hoạt động dịch vụ chiếm tỷ trọng lớn trong thu nhập ngoài lãi của TCB, chiếm hơn 60% cuối năm 2021 và trên 70% 6T/2022. Trong đó, thu nhập từ hoạt động dịch vụ thẻ, thanh toán đạt 3,739 tỷ đồng (+28.3% YoY), và đã đạt 2,483 tỷ đồng (+38.7% YoY) trong 6T/2022. Thu nhập phí từ mảng bảo hiểm tăng liên tục qua các năm và đạt được 1,558 tỷ đồng cuối năm 2021 (+88.4% YoY), đạt 617 tỷ đồng (+31.5% YoY) 1H2022. Tổng thu nhập từ hoạt động dịch vụ TCB năm 2021 đạt 6,382 tỷ đồng (+52.4% YoY), và 1H2022 đạt 3,870 tỷ đồng (+39.1% YoY).

Thu nhập ngoài lãi- TCB



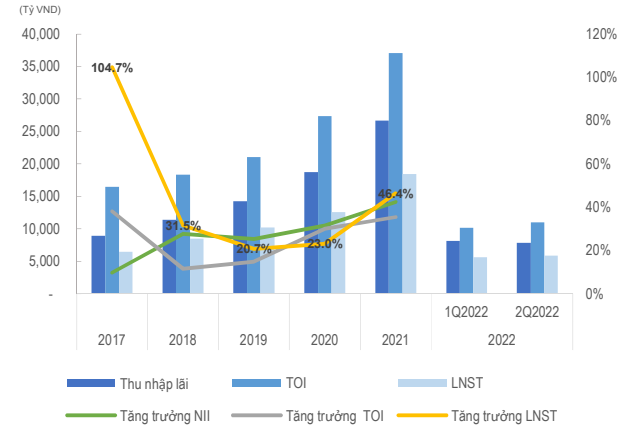
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ- TCB



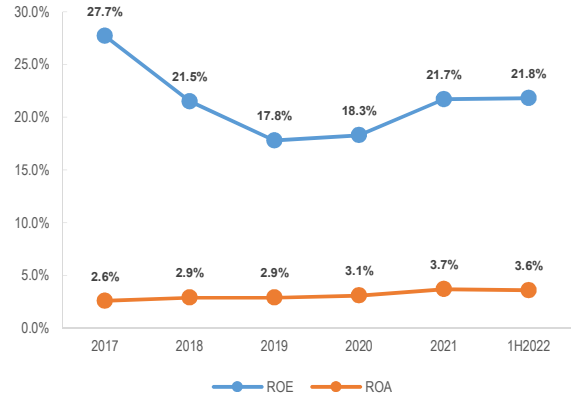
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Company

TCB luôn kiểm soát tốt chi phí hoạt động nên chỉ số chi phí trên thu nhập (CIR) của TCB luôn ở mức tương đối thấp so với các ngân hàng khác trong hệ thống, CIR cuối năm 2021 đạt 30.1%, và đạt 30.3% trong 6T/2022. Chi phí hoạt động của TCB chủ yếu đến từ việc trả lương nhân viên, đạt 6,356 tỷ đồng cuối năm 2021 (+22.9% YoY), chiếm hơn 56% tổng chi phí hoạt động. Năm 2021 là năm để TCB bắt đầu triển khai kế hoạch giai đoạn 2021-2025, tập trung xây dựng nền tảng ngân hàng trên trụ cột Dữ liệu, Số hóa, và Nhân tài. Nhờ nỗ lực kiểm soát chi phí ở mức quanh 30% và giảm chi phí tín dụng trong cuối năm 2021, đầu năm 2022 khi tài chính của nhiều khách hàng được khôi phục, LNST của TCB tăng trưởng lại từ 2020 sau khi có sự giảm về mặt tăng trưởng về LNST năm 2019 do Covid-19. Đến cuối năm 2021, LNST đạt 18,415 tỷ đồng (+46.4% YoY), cao thứ 2 trong hệ thống ngân hàng chỉ xếp sau VCB. LNST trong 6T/2022 tiếp tục tăng so với cùng kỳ năm ngoái đạt 11,497 tỷ đồng (+23.8% YoY), hoàn thành hơn 52% kế hoạch đặt ra cho cả năm 2022.

Thu nhập lãi- TOI và LNST- TCB



ROE và ROA- TCB

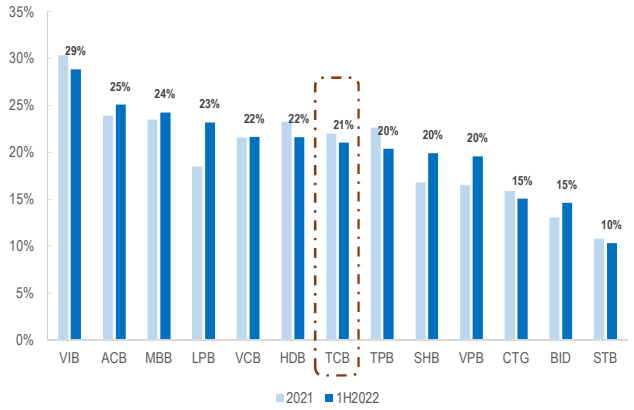


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Company

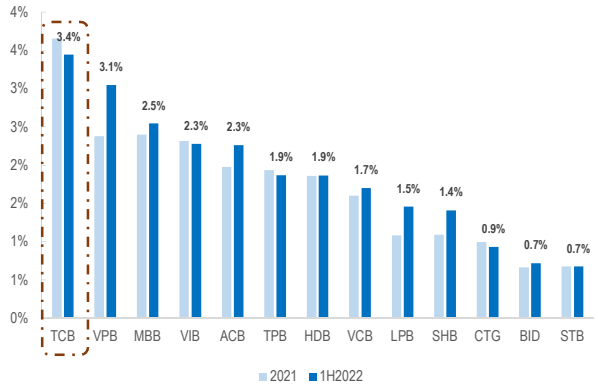
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Company

TCB củng cố vị thế Ngân hàng có hiệu quả hoạt động cao với hiệu suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu bình quân (ROE) trung bình 5 năm đạt trên 21%, thuộc nhóm các ngân hàng có ROE cao trong hệ thống, cuối năm 2021 đạt 21.7%. Chỉ số lợi nhuận trên tổng tài sản bình quân (ROA) của TCB hiện đang cao nhất ngành với 3.7% năm 2021. Với năng lực hiện tại của TCB, chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng sẽ tiếp tục giữ vị thế của mình trong ngành.

ROE (TTM) của các ngân hàng niêm yết



ROA (TTM) của các ngân hàng niêm yết



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Company

Dự phóng kết quả kinh doanh

TCB đạt kết quả kinh doanh vượt trội và giữ vững hiệu quả hoạt động trong 6 tháng đầu năm 2022, với LNTT đạt 14.1 nghìn tỷ đồng, TOI đạt 21.1 nghìn tỷ đồng, tiền gửi CASA và ROA đứng đầu hệ thống lần lượt đạt 47.5% và 3.6%. Bên cạnh đó, chất lượng tài sản vẫn được tiếp tục củng cố với NPL đạt 0.6% thấp nhất ngành, LLR tăng lên 171.6%. Dựa vào những kết quả tích cực từ nửa đầu năm của TCB, chúng tôi kỳ vọng:

Tăng trưởng tín dụng 2022 được dự phóng tăng 15% theo quy định nhà nước và kế hoạch TCB đặt ra, do hiện tại room tín dụng còn lại khá hạn chế. Tỷ lệ tăng trưởng giảm so với 2021 trong bối cảnh kinh tế còn nhiều thay đổi khó lường và hết dư địa tín dụng. Tăng trưởng tín dụng được dự phóng tăng lên 18% năm 2023, với kỳ vọng kinh tế ổn định và TCB có đủ năng lực tài chính để được nới room tín dụng cao như những năm trước. Song, chúng tôi dự phóng tiền gửi khách hàng tăng 21.5% trong năm 2022 khi TCB cũng đã tham gia vào cuộc đua tăng lãi suất huy động vốn, với tỷ lệ CASA đạt 49%.

Chúng tôi kỳ vọng NIM 2022 đạt 5.6% giảm nhẹ so với năm 2021 ở mức 5.7% khi lãi suất huy động tăng nhanh hơn lãi suất cho vay và tăng trưởng tín dụng không còn nhiều dư địa. NIM tăng trở lại 5.7% năm 2023 nhờ TCB có lợi thế chi phí thấp với tỷ lệ CASA cao và tận dụng được nguồn vốn vay nước ngoài. Với giả định này, chúng tôi dự báo thu nhập lãi thuần của TCB tăng 21.4% năm 2022 đạt 32,410 tỷ đồng và tăng lên 38,568 tỷ đồng (+19% YoY) năm 2023.

Chúng tôi dự phóng thu nhập từ hoạt động dịch vụ thẻ, thanh toán và bancassurance tiếp tục tăng trưởng, đóng góp vào tăng trưởng thu nhập ngoài lãi của TCB. Cụ thể, thu nhập từ hoạt động dịch vụ được dự phóng tăng 30% năm 2022 và 2023 đạt lần lượt 4,860 tỷ đồng và 6,319 tỷ đồng, thu nhập từ hoạt động bancassurance tăng 25% trong 2022 và 2023 đạt 1,948 tỷ đồng và 2,435 tỷ đồng. Như vậy, TOI của TCB trong năm 2022 và 2023 được dự phóng tăng lần lượt 15% và 18% đạt lần lượt 42,454 tỷ đồng và 50,118 tỷ đồng.

Chi phí hoạt động được dự phóng tăng trung bình 21% năm 2022/2023 chủ yếu tập trung vào chi phí nhân sự với dự phóng tăng 25%. Tỷ lệ CIR được dự phóng tăng nhẹ lên 33% trong năm 2022/2023 từ 32% năm 2021. Chi phí hoạt động được dự phóng tăng là hợp lí khi kế hoạch của TCB trong giai đoạn 2021-2025 là phát triển 3 trụ cột Số hóa, Dữ liệu, Nhân tài, nên Ngân hàng tập trung đầu tư công nghệ và thực hiện nhiều dự định tuyển nhân tài từ nước ngoài về.

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu trong năm 2022 tăng nhẹ lên 0.7% và 0.75% năm 2023 khi Thông tư 14/2021/TT-NHNN hết hiệu lực. Dự phóng này tương đương chi phí dự phòng trên tổng dư nợ đạt mức 0.4%/0.44% năm 2022/2023, phù hợp với kế hoạch TCB đặt ra.

Với các giả định trên, chúng tôi dự đoán LNTT tăng trưởng lần lượt 17.2% và 15.1% đạt mức 27,243 tỷ đồng và 31,359 tỷ đồng năm 2022 và 2023. ROE lần lượt đạt 20.6%/19.3% năm 2022/2023 và ROA duy trì ở mức 3.4%/3.3% trong 2 năm tiếp theo. ROE có giảm nhẹ do chúng tôi cho rằng hiện TCB có kế hoạch tăng vốn điều lệ tối đa 63,200 tỷ đồng thông qua phát hành cổ phiếu theo lựa chọn cho người lao động (ESOP) trong khi tăng trưởng lợi nhuận chưa đủ nhanh để bù đắp tốc độ tăng vốn.

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 58,700 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt 58,700 đồng tương ứng với mức tăng 56%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, TCB có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

1) Chất lượng tài sản vượt trội trong ngành với bộ đệm vốn dày, tỷ lệ nợ xấu thấp, bao phủ nợ xấu cao

2) Khả năng sinh lời cao dựa trên lợi thế chi phí vốn thấp

3) Khả năng điều chỉnh cơ cấu tín dụng cho phép TCB linh hoạt thay đổi theo thị trường

4) Hệ sinh thái đặc thù đem lại nguồn thu nhập ngoài lãi mạnh mẽ và đa dạng

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá thu nhập thặng dư (residual income- RI) và P/B với tỷ trọng lần lượt 60%/40% để định giá TCB.

(Đơn vị: tỉ VND)	2H2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Chi phí vốn	11.97%	11.97%	11.97%	11.97%	11.97%
Chi phí vốn sau 2026					11.97%
LNST	10,300	25,087	30,592	34,765	39,412
Lợi nhuận thặng dư (RI)	4,731	11,334	13,835	14,347	14,833
Giá trị hiện tại RI	**4,495**	**9,520**	**10,377**	**9,613**	**8,900**

Lợi nhuận thặng dư dài hạn	**136,565**
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%

Giá trị hiện tại RI	81,939
Giá trị hiện tại dài hạn	42,904
Vốn ban đầu	104,473
Tổng giá trị	229,315
Số lượng cổ phiếu (*)	3,517
Giá mục tiêu	**65,202**

Chi phí vốn	**11.97%**
Beta	1.23
Beta điều chỉnh	1.15
Lãi suất phi rủi ro	3%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần	7.8%

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

(*) Số lượng cổ phiếu sau khi TCB phát hành 6.32 triệu cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho người lao động (ESOP) trong 2022.

Đối với phương pháp P/B, chúng tôi lấy giá trị P/B trung bình ngành bao gồm các ngân hàng thương mại có quy mô tài sản tương đương lần tính đến ngày 30/08/2022.

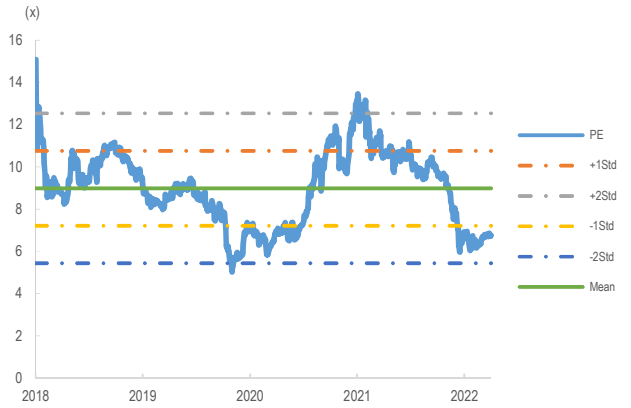
Mã	P/B
ACB	1.59
EIB	1.97
HDB	1.59
LPB	1.06
MBB	1.59
MSB	1.18
OCB	1.04
STB	1.30
TPB	1.52
VPB	1.55
VIB	1.87
P/B trung bình	**1.48**

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Định giá cổ phiếu		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
Thu nhập thặng dư (RI)	60%	65,202
P/B trung bình (1.5x)	40%	49,004
Giá mục tiêu	**58,700**	

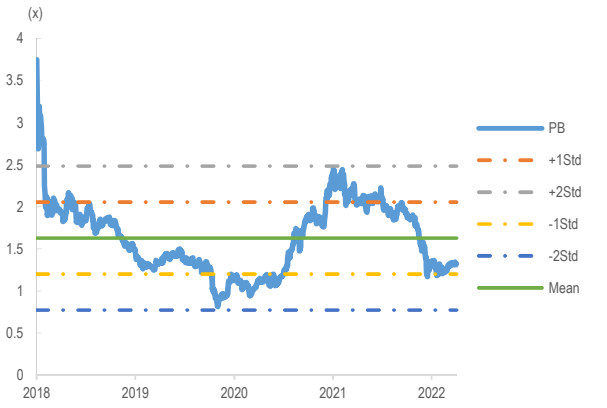
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của TCB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của TCB



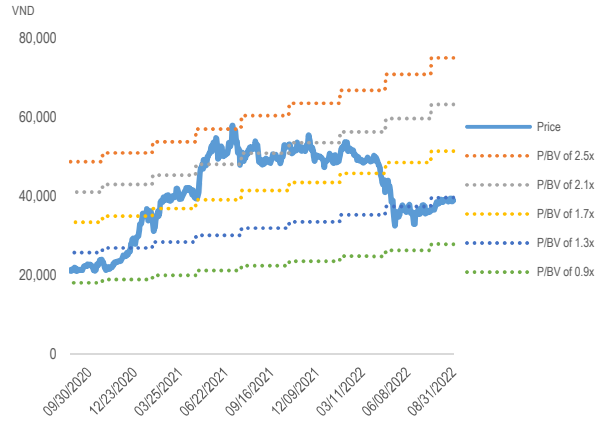
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ biên độ giá theo PER của TCB



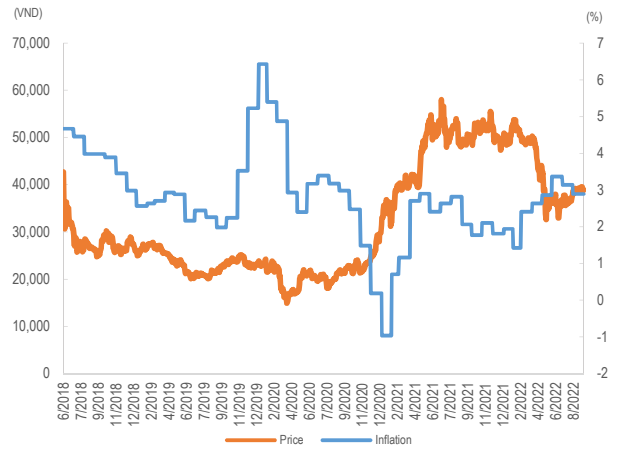
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ biên độ giá theo PBR của TCB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá cổ phiếu TCB và lạm phát



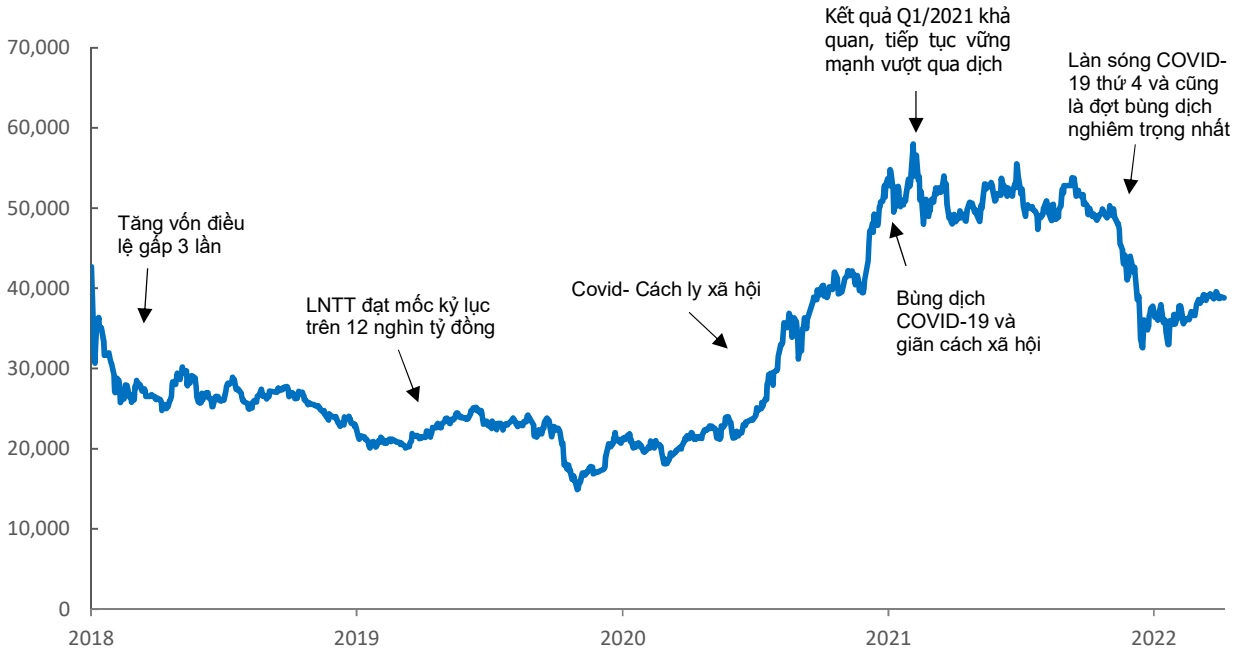
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR và ROE dự phóng của TCB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của Techcombank



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro lạm phát

Rủi ro lạm phát lan rộng trong thời gian tới, xuất phát từ bối cảnh lạm phát tăng cao trên thế giới buộc các ngân hàng trung ương phải tăng lãi suất. Áp lực tăng lãi suất huy động tăng cao, kéo theo lãi suất vay tăng, tuy nhiên sẽ trễ pha hơn lãi suất huy động, dẫn đến biên lợi nhuận có thể bị thu hẹp.

Rủi ro nợ xấu tăng cao

Nợ xấu có nguy cơ tăng cao, tiềm ẩn rủi ro toàn hệ thống. Đặc biệt là khi Thông tư 14 hết hiệu lực vào ngày 30/06/2022, những khoản nợ được tạo điều kiện cơ cấu giữ lại xếp hạng nhóm nợ 1 và 2 trong thời gian chịu ảnh hưởng bởi đại dịch, nếu không thể hồi phục kịp sẽ bắt buộc bị chuyển sang nợ xấu.

Rủi ro thị trường bất động sản

Cho vay bất động sản chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục cho vay của Techcombank, do đó ngân hàng có thể sẽ phải đối mặt với rủi ro vỡ nợ chéo từ những khoản phải đòi có tài sản bảo đảm là bất động sản. Bên cạnh đó, tình hình nguồn vốn tín dụng hạn hẹp, phát hành trái phiếu trở thành phương thức huy động vốn hiệu quả đối với các doanh nghiệp bất động sản. Tuy nhiên, trái phiếu bất động sản đang gặp phải nhiều biến động nên có thể ảnh hưởng lớn đến ngân hàng.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tổng tài sản	**439,603**	**568,729**	**690,231**	**825,292**	**994,099**
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3,664	3,579	6,101	10,387	16,341
Tiền gửi tại NHNN	10,253	4,909	5,922	6,971	8,308
Tiền gửi và cho vay TCTD khác	28,995	70,515	90,804	106,846	125,286
Chứng khoán kinh doanh	8,348	5,071	4,816	5,298	6,092
Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	-	294	294	294	294
Cho vay khách hàng	275,310	343,606	412,138	496,537	603,156
Hoạt động mua nợ	-	133	140	147	154
Chứng khoán đầu tư	84,447	97,586	106,323	117,500	130,276
Góp vốn, đầu tư dài hạn	12	13	13	14	14
Tài sản cố định	4,613	7,224	11,133	16,530	24,257
Bất động sản đầu tư	1,125	1,089	1,126	1,167	1,209
Tài sản Có khác	22,836	34,711	51,420	63,601	78,712
Tổng nợ	**364,988**	**475,687**	**575,332**	**685,306**	**823,522**
Nợ chính phủ và NHNN	0	1	1	1	1
Tiền gửi và vay các TCTD khác	47,485	112,459	139,511	173,342	215,718
Tiền gửi của khách hàng	277,459	314,753	382,394	448,442	530,644
Các công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	267	-	-	-	-
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của CP và TCTD khác	-	-	-	-	-
Phát hành giấy tờ có giá	27,900	33,680	35,619	41,969	50,948
Các khoản nợ khác	11,878	14,796	17,808	21,552	26,212
Vốn chủ sở hữu	**74,615**	**93,041**	**114,898**	**139,986**	**170,577**
Vốn của tổ chức tín dụng	35,526	35,586	35,649	35,649	35,649
Quỹ của tổ chức tín dụng	6,790	9,156	20,053	32,596	47,892
Lợi nhuận chưa phân phối	31,816	47,453	57,920	69,969	84,662
Lợi ích của cổ đông thiểu số	484	847	1,274	1,763	2,357
Tổng cộng nguồn vốn	**439,603**	**568,729**	**690,231**	**825,292**	**994,099**

Chỉ số tài chính

Năm	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tăng trưởng (% YoY)					
Dư nợ cho vay	20.2	25.2	20.0	20.5	21.5
Tiền gửi của khách hàng	20.0	13.4	21.5	17.3	18.3
Vốn chủ sở hữu	20.2	24.7	23.5	21.8	21.9
Tổng tài sản	14.6	29.4	21.4	19.6	20.5
Thu nhập lãi thuần	31.5	42.4	21.4	19.0	23.7
Thu nhập ngoài lãi	26.7	20.3	-3.2	15.0	15.6
PPOP	33.9	40.7	11.6	16.1	21.3
LNTT	23.1	47.1	17.2	15.1	21.9
LNST	23.0	46.4	18.4	15.1	21.9
Lợi nhuận (%)					
NIM	4.9	5.7	5.6	5.7	5.9
ROA	3.0	3.6	3.4	3.3	3.3
ROE	18.0	21.5	20.6	19.3	19.3
Thanh khoản (%)					
Tổng dư nợ/Tổng tiền gửi (LDR)	78.2	74.7	83.9	83.2	82.4
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ đòn bẩy (x)	5.9	6.1	6.0	5.9	5.8
Tỷ lệ NPL (%)	0.5	0.7	0.7	0.8	0.8
Tỷ lệ LLR (%)	171.0	162.9	160.1	151.8	145.1
Dự phòng/Dư nợ tín dụng (%)	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1
Chi phí tín dụng/Dư nợ cho vay (%)	0.9	0.8	0.4	0.4	0.4
Chi phí tín dụng/Dư nợ tín dụng (%)	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
Giá trị trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	3,590	5,245	6,197	7,133	8,698
BPS	21,151	26,259	32,304	39,296	47,822
PPOP/share	5,235	7,365	8,217	9,542	11,572

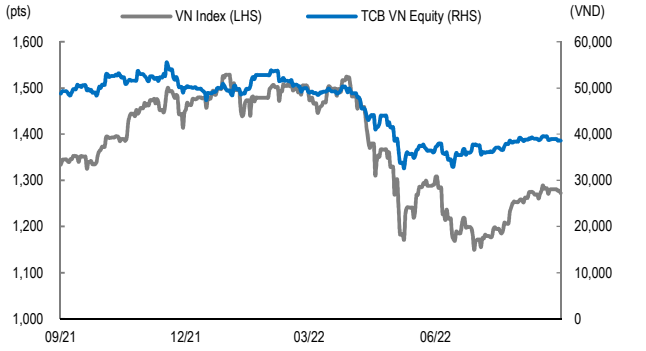
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

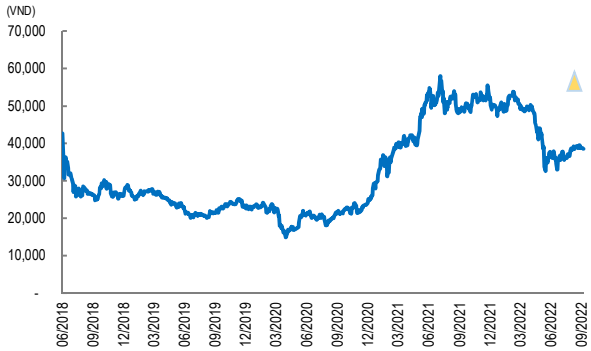
Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Thu nhập lãi	29,002	35,503	45,434	55,349	69,005
Chi phí lãi	(10,251)	(8,805)	(13,024)	(16,781)	(21,299)
Thu nhập lãi thuần	**18,751**	**26,699**	**32,410**	**38,568**	**47,706**
Từ hoạt động dịch vụ	4,525	6,382	5,394	6,488	7,845
Từ hoạy động kinh doanh ngoại hối vàng	1	231	220	242	266
Từ mua bán chứng khoán kinh doanh	321	152	160	176	194
Từ mua bán chứng khoán đầu tư	1,497	1,804	1,985	2,183	2,402
Từ hoạt động khác	2,279	1,803	2,282	2,457	2,648
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	4	4	4	4	4
Tổng thu nhập ngoài lãi	**8,627**	**10,378**	**10,045**	**11,551**	**13,358**
Tổng thu nhập hoạt động	**27,379**	**37,076**	**42,454**	**50,118**	**61,065**
Chi phí hoạt động	(8,967)	(11,173)	(13,556)	(16,558)	(20,366)
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước dự phòng rủi ro tín dụng (PPOP)	18,411	25,903	28,898	33,561	40,699
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(2,611)	(2,665)	(1,656)	(2,202)	(2,459)
Tổng lợi nhuận trước thuế	**15,800**	**23,238**	**27,243**	**31,359**	**38,240**
Thuế TNDN	(3,218)	(4,840)	(5,449)	(6,272)	(7,648)
Tổng lợi nhuận sau thuế	**12,582**	**18,415**	**21,794**	**25,087**	**30,592**
LNST thuộc về công ty mẹ	12,325	18,052	21,364	24,592	29,988

Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
09/09/2022 (BC lần đầu)	MUA	58,700	13.2	3.2/26.1

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn 15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Xuan Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: TCB VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Investment Corp.
Shinhan Investment Tower
23-2, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000