

**TCB – TRUNG LẬP**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 06/03/2023)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	27.200
KLGD TB 10 ngày	2.338.790
Vốn hoá (tỷ đồng)	96.138
Số lượng CPLH	3.587.238.514

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Hoàng Thị Phương  
[htphuong@vcbs.com.vn](mailto:htphuong@vcbs.com.vn)

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**CÒN NHIỀU THÁCH THỨC TRONG NGẮN HẠN**

**Triển vọng:**

(1) **Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ ở phân khúc bán lẻ:** Cơ cấu tín dụng của TCB có xu hướng tăng trưởng nhanh ở phân khúc cho vay cá nhân và SME trong khi giảm tỷ trọng cho vay doanh nghiệp lớn.

(2) **Tiếp tục duy trì chỉ số CIR thấp hơn trung bình ngành nhờ đẩy mạnh đầu tư vào ngân hàng số:** Việc đầu tư mạnh vào nền tảng ngân hàng số giúp TCB thu hút được số lượng lớn khách hàng mới qua kênh online.

**Rủi ro:**

(1) **Tỷ lệ CASA tiếp tục giảm và lãi suất huy động tăng nhanh** ảnh hưởng đến biên lãi thuần NIM và tăng trưởng thu nhập từ lãi trong năm 2023.

(2) **Rủi ro liên quan** đến danh mục TPDN đang nắm giữ và giảm nguồn thu nhập ngoài lãi liên quan đến tư vấn trái phiếu.

**Khuyến nghị:**

Chúng tôi ước tính TCB có thể đạt **27.237 tỷ đồng LNTT năm 2023** (+6,53% yoy), tương đương EPS đạt 6.093 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 38.225 đồng/cổ phiếu.

Khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu TCB với giá trị hợp lý là **27.618 đồng/cổ phiếu**.

Đơn vị: Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F
Thu nhập lãi thuần	14.258	18.751	26.699	30.290	33.888
Thu ngoài lãi	6.810	8.291	10.378	10.612	11.014
Tổng thu nhập hoạt động	21.068	27.043	37.076	40.902	44.901
Chi phí hoạt động	7.313	8.631	11.173	13.398	15.042
Dự phòng rủi ro	917	2.611	2.665	1.936	2.622
Lợi nhuận trước thuế	12.838	15.800	23.238	25.568	27.237
NIM	4,3%	4,9%	5,7%	5,3%	5,1%
ROE	18,0%	18,5%	22,1%	20,0%	17,7%
CIR	34,7%	31,9%	30,1%	32,8%	33,5%
CAR	15,5%	16,0%	15,0%	15,2%	na
Tỷ lệ nợ xấu	1,3%	0,5%	0,7%	0,9%	1,0%
LLCR	94,8%	171,0%	162,9%	125,0%	127,0%
CASA	32,9%	44,3%	47,0%	34,3%	34,0%

Nguồn: TCB, VCBS tổng hợp

## KẾT QUẢ KINH DOANH

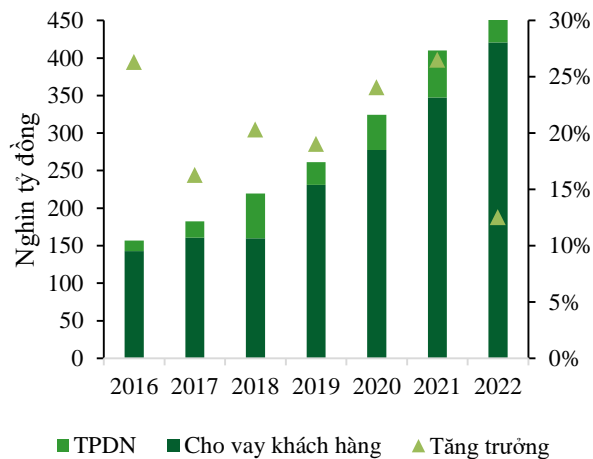
**Thu nhập lãi và ngoài lãi cùng giảm tốc độ tăng trưởng, LNTT chỉ tăng nhẹ 10%.**

**Trong năm 2022, TCB ghi nhận lợi nhuận trước thuế đạt 25.568 tỷ đồng (+10% yoy), đạt 95% kế hoạch cả năm.** Trong đó, thu nhập lãi thuần +13,5% yoy và thu nhập ngoài lãi + 2,3% yoy, tốc độ tăng trưởng đều giảm tốc so với sự bùng nổ của năm 2021 (với tăng trưởng 42% và 25% trong năm 2021).

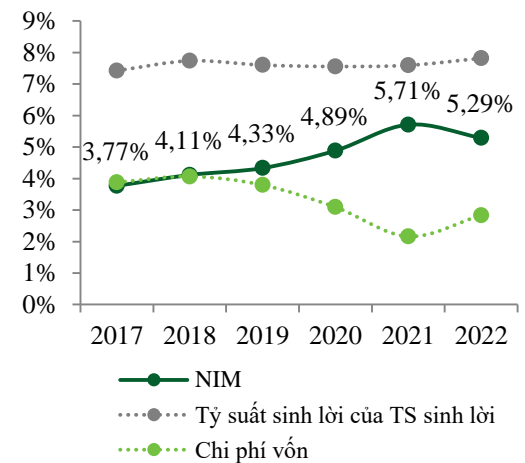
**Tín dụng tăng trưởng hợp nhất giảm so với năm ngoài:** Tổng tín dụng cả năm 2022 đạt 461.539 tỷ đồng, +12,5%, bằng với “room” tín dụng được cấp. Trong đó, cho vay tăng trưởng +21% đạt 420.524 tỷ, TPDN đạt 41.015 tỷ đồng, tỷ trọng giảm xuống còn 8,9% tổng tín dụng so với mức 15,3% đầu năm. Việc giảm số dư TPDN giúp cho ngân hàng giảm rủi ro liên quan đến TPDN cũng như tạo thêm dư địa để tăng trưởng cho vay trong bối cảnh tín dụng được cấp năm 2022 của TCB thấp hơn nhiều so với những năm trước.

**NIM giảm mạnh về mức 5,3% (-42 bps so với mức 5,71% cuối năm 2021)** chủ yếu là do áp lực từ lãi suất huy động tăng nhanh trong Q3 và Q4.2022 tạo áp lực lên chi phí vốn trong khi lãi suất cho vay tăng tăng chậm hơn và có độ trễ. Ngoài ra, việc tỷ lệ CASA giảm mạnh trong Q4 cũng là một trong những nguyên nhân khiến NIM Q4 của TCB thấp kỷ lục (4,5%), kéo hẹp biên lãi cả năm.

**Tăng trưởng tín dụng**



**NIM**



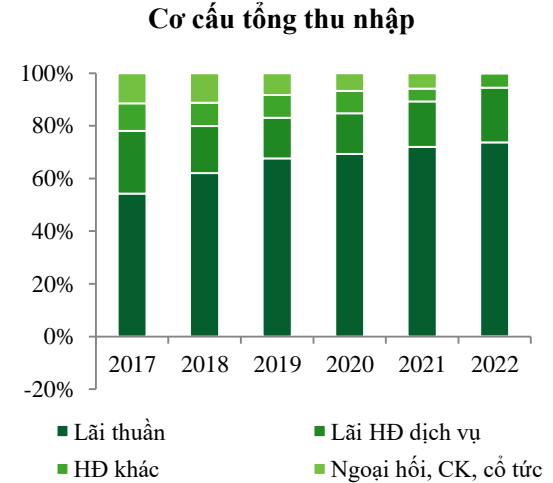
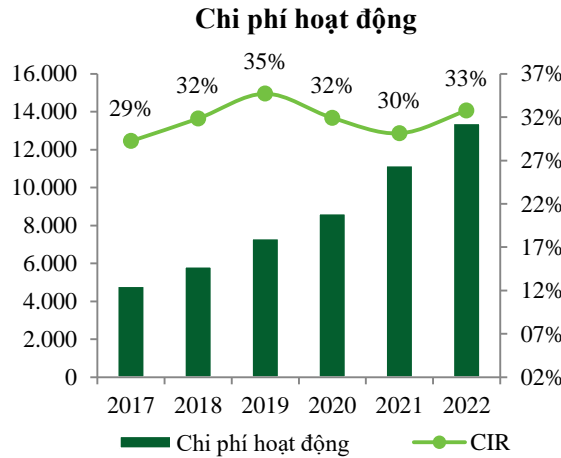
Nguồn: TCB, VCBS tổng hợp

**Tổng thu nhập hoạt động đạt 40.913 tỷ đồng (+16,59% yoy), bao gồm:**

- Thu nhập lãi thuần ghi nhận 30.290 tỷ đồng (+13,46% yoy)**, giảm tốc so với mức tăng 42,4% năm ngoài, nguyên nhân chủ yếu là do NIM giảm mạnh. Cụ thể, chi phí vốn năm 2022 tăng mạnh lên mức 2,83%, +67 bps so với đầu năm, trong khi lợi suất tài sản sinh lãi chỉ tăng 20bps. Việc các ngân hàng đồng loạt tăng lãi suất huy động từ cuối Q3.2022 đã đẩy chi phí vốn tăng mạnh trong Q4 lên mức 3,95%.
- Thu nhập từ hoạt động dịch vụ tiếp tục tăng trưởng tốt, đạt 8.527 tỷ đồng (+33,6% yoy).** Tăng trưởng ghi nhận chủ yếu đến từ phí từ dịch vụ thanh toán (2.484 tỷ đồng, +135%), thu nhập từ phí bảo hiểm tăng nhẹ 12%, đạt 1.751 tỷ đồng. Trong khi đó, nguồn thu từ phí ngân hàng đầu tư giảm do sự chậm lại của các hoạt động phát hành trái phiếu của công ty con TCBS. Tổng thu phí dịch vụ NHĐT trong năm 2022 chỉ đạt 2.591 tỷ đồng, -28% tương ứng giảm 1.012 tỷ đồng so với năm ngoài.
- Thu nhập từ kinh doanh ngoại hối, CK kinh doanh và CK đầu tư đều giảm và ghi nhận lỗ do**

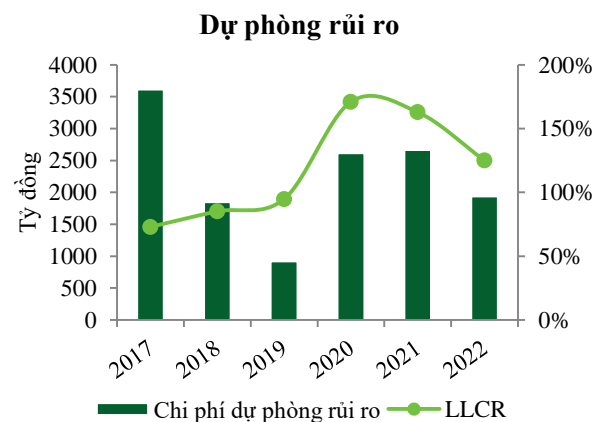
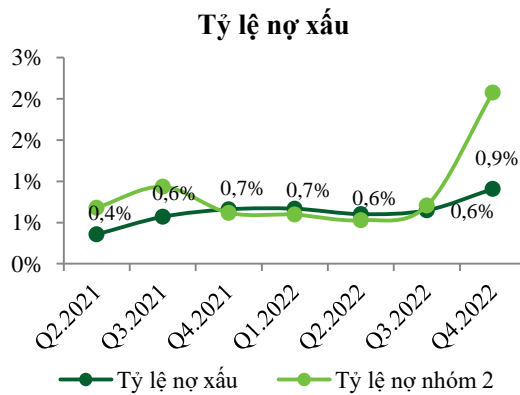
biến động tiêu cực của thị trường tài chính trong năm 2022, đạt lần lượt -507, -231 và -1.379 tỷ đồng. Do đó ảnh hưởng tiêu cực đến thu nhập từ các hoạt động ngoài lãi, chỉ đạt 10.624 tỷ đồng, +2,34% yoy, giảm mạnh so với mức tăng 25,2% năm ngoái.

**Chi phí hoạt động ghi nhận 13.409 tỷ đồng (+20% yoy).** Tỷ lệ chi phí hoạt động (CIR) tăng lên mức 32,8%, so với 30,1% cuối năm 2021, mặc dù chỉ số này tăng nhưng CIR của TCB vẫn thuộc nhóm thấp trong ngành.



Nguồn: TCB, VCBS tổng hợp

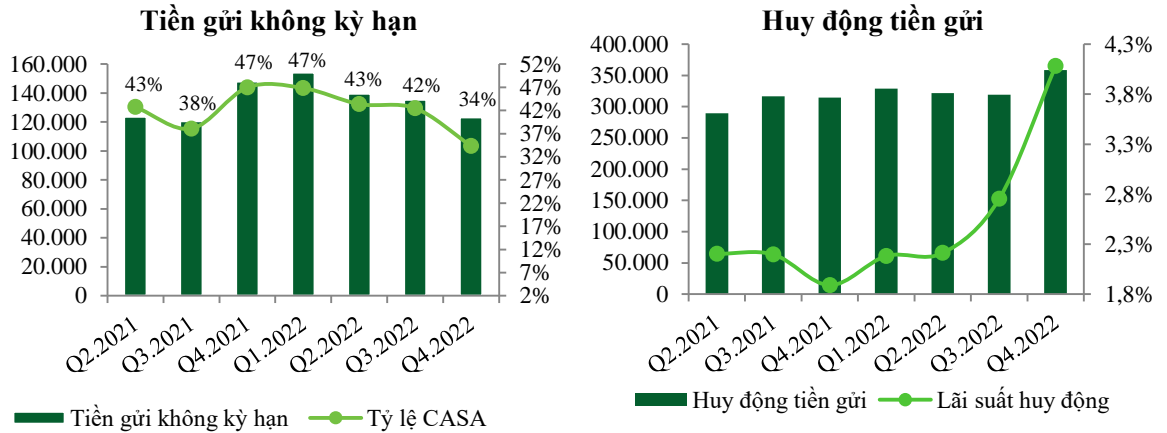
**Tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2022 vẫn ở mức thấp (0,91%), tuy nhiên tỷ lệ nợ tiềm ẩn ở Nhóm 2 có dấu hiệu tăng nhanh từ mức 0,71% cuối Q3 lên 2,08% cuối Q4.2022.** Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng cả năm ở mức 1.936 tỷ đồng, -27% yoy làm giảm tỷ lệ bao phủ nợ xấu xuống mức 125%.



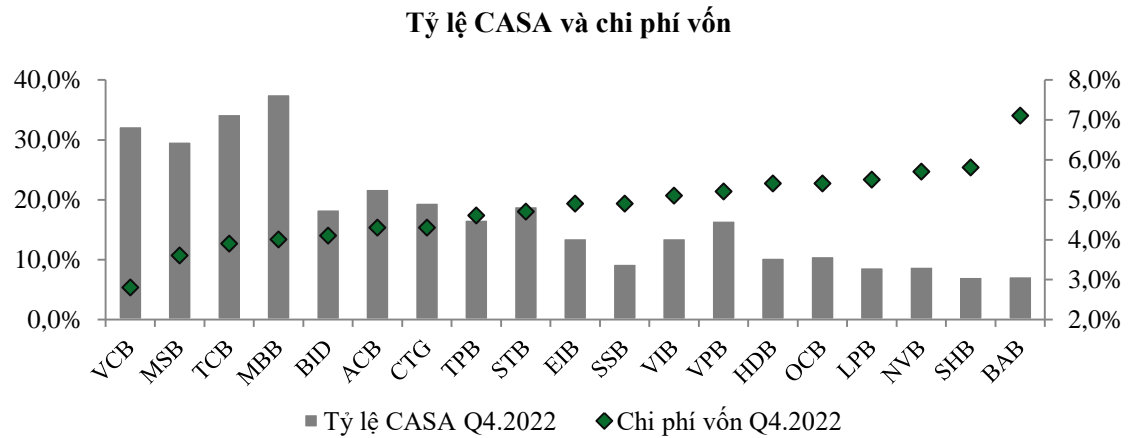
Nguồn: TCB, VCBS tổng hợp

**Tỷ trọng CASA giảm mạnh trong Q4 nhưng vẫn cao trong ngành, chỉ xếp sau MBB.**

Tỷ lệ CASA của ngân hàng giảm dần trong năm 2022, ngân hàng duy trì tỷ lệ này trên 40% trong 3 quý đầu năm, tuy nhiên số dư CASA cuối Q4 giảm mạnh về mức 34,3% phản ánh xu thế chung của ngành ngân hàng khi người gửi tiền có xu hướng chuyển sang gửi tiền có kỳ hạn do lãi suất huy động tăng mạnh từ cuối Q3.



Mặc dù có xu hướng suy giảm, nhưng tỷ lệ CASA vẫn ở mức cao giúp cho TCB giảm áp lực tăng lãi suất huy động tiền gửi một cách tương đối so với các đối thủ trong ngành và duy trì được một mức chi phí vốn thấp so với trung bình ngành.



Nguồn: Các ngân hàng, VCBS tổng hợp

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

**Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ ở phân khúc bán lẻ:** Cơ cấu tín dụng của TCB có xu hướng tăng trưởng mạnh mẽ ở phân khúc cho vay cá nhân và SME trong khi giảm tỷ trọng cho vay khách hàng doanh nghiệp lớn. Cụ thể, dư nợ cho vay khách hàng cá nhân tăng 40,1% so với năm 2021 và chiếm 49,1% danh mục; dư nợ cho vay SME tăng 7,3% so với cùng kỳ, đạt 69,4 nghìn tỷ đồng và chiếm 15%. Trong khi tổng dư nợ tín dụng cho KHDN lớn (bao gồm cho vay và trái phiếu) giảm 9,9%, đạt 165,6 nghìn tỷ đồng, chiếm 35,9% dư nợ tín dụng, giảm mạnh so với mức 44,8% của cuối năm 2021.

Xu hướng chuyển dịch cơ cấu cho vay sang bán lẻ và SME hiện đang là xu thế chung của nhiều ngân hàng, sự thay đổi này cũng kỳ vọng giúp TCB duy trì được NIM từ việc chủ động lựa chọn cho vay các phân khúc có lãi suất cho vay cao và đồng thời giảm rủi ro tập trung so với việc cho vay chủ yếu các doanh nghiệp lớn như trước đây.

**Tiếp tục duy trì chỉ số CIR thấp hơn trung bình ngành nhờ đẩy mạnh đầu tư vào ngân hàng số:** Ngân hàng tiếp tục thu hút được số lượng lớn khách hàng mới qua kênh online nhờ vào đẩy mạnh nền tảng ngân hàng số. Techcombank kết thúc năm 2022 với 10,8 triệu khách hàng, thu hút thêm 373.000 khách hàng mới trong quý 4 và 1,2 triệu khách hàng mới trong năm 2022. Số lượng khách hàng cá nhân mới qua kênh online chiếm 57%, tăng 40% so với năm 2021. Việc đầu tư mạnh mẽ vào công nghệ giúp ngân hàng duy trì được chỉ số CIR thấp hơn trung bình ngành, hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trước thuế.

**CASA tiếp tục giảm và áp lực tăng chi phí vốn:** Với xu hướng lãi suất huy động tăng mạnh từ cuối Q3.2022, ảnh hưởng đến chi phí vốn sẽ thể hiện rõ ràng hơn trong hai quý đầu năm 2023. Với dự báo lãi suất sẽ tiếp tục neo ở mức cao trong năm nay đồng thời tạo áp lực giảm lên số dư CASA, càng tạo áp lực tăng lên chi phí vốn và giảm biên lãi thuần NIM, ảnh hưởng đến tăng trưởng từ lãi của TCB.

### Liên quan đến Trái phiếu doanh nghiệp:

- **Đối với danh mục TPDN đang nắm giữ:** TCB đang nắm giữ 41.015 tỷ đồng TPDN, chiếm 9% tổng danh mục tín dụng, trong đó có nhiều trái phiếu của các công ty hoạt động trong lĩnh vực BĐS. Ngân hàng có thể sẽ phải đối mặt với rủi ro nếu các công ty này gặp vấn đề về thanh khoản, đặc biệt là với những lô trái phiếu đáo hạn trong năm 2023 từ đó làm tăng áp lực dự phòng tài chính cho ngân hàng.

- **Đối với nguồn thu từ phí tư vấn trái phiếu:** Nguồn thu từ tư vấn, bảo lãnh phát hành trái phiếu của TCB trong năm 2022 giảm mạnh do các sự chậm lại của thị trường trái phiếu với nhiều sự kiện vĩ mô bất lợi trong năm. Thị trường trái phiếu được dự báo sẽ còn nhiều khó khăn trong năm 2023 và sẽ cần thêm thời gian để hồi phục trở lại. Vì vậy, chúng tôi đánh giá việc này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến nguồn thu từ các hoạt động trái phiếu của TCB trong ngắn hạn.

## ĐỊNH GIÁ

### Dự phóng

Dự phóng của chúng tôi dựa trên một số giả định chủ yếu sau:

- (1) Tăng trưởng tín dụng đạt 13% cho năm 2023
- (2) Lợi suất sinh lời của tài sản sinh lãi tăng từ 7,82% năm 2022 xuống 7,77% năm 2023
- (3) Chi phí vốn bình quân tăng nhẹ lên mức 2,97%
- (4) Tỷ lệ nợ xấu ở mức 1% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng lên mức 127%

Như vậy, chúng tôi ước tính TCB có thể đạt **27.237 tỷ đồng LNTT năm 2023** (+6,53% yoy), tương đương EPS đạt 6.093 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 38.225 đồng/cổ phiếu.

Một số chỉ tiêu cụ thể như sau:

Đơn vị: Tỷ đồng	2021	2022	Tăng trưởng	2023F	Tăng trưởng
Thu nhập lãi thuần	26.699	30.290	13,45%	33.888	11,88%
Tổng thu nhập hoạt động	37.076	40.902	10,32%	44.901	9,78%
Dự phòng rủi ro	-2.665	-1.936	-27,33%	-2.622	35,43%
Lợi nhuận trước thuế	23.238	25.568	10,02%	27.237	6,53%
ROE	22,12%	19,99%		17,66%	

Nguồn: VCBS ước tính

## Phương pháp P/B:

Chúng tôi sử dụng mẫu so sánh bao gồm các ngân hàng niêm yết có hiệu quả kinh doanh tương đồng để thực hiện việc định giá. Mức định giá hợp lý của TCB là 28.668 đồng/cổ phiếu.

## Phương pháp thu nhập thặng dư (RI)

**Chiết khấu giá trị thặng dư với lợi suất yêu cầu VCSH 15,5%:**

Đơn vị: tỷ đồng	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Vốn chủ sở hữu cuối kỳ	112.296	134.445	153.304	175.832	195.507	218.594
Lợi nhuận của cổ đông cty mẹ	20.150	21.431	25.055	28.604	32.650	35.952
Lợi nhuận yêu cầu	14.477	17.630	21.108	24.069	27.606	30.695
<b>Thu nhập thặng dư</b>	<b>5.673</b>	<b>3.800</b>	<b>3.947</b>	<b>4.535</b>	<b>5.045</b>	<b>5.257</b>
Giá trị hiện tại của Terminal Value						-13.279
Tổng giá trị hiện tại						93.444
Số lượng CPLH (triệu cp)						3.517
<b>Giá cổ phiếu TCB</b>						<b>26.567</b>

## Kết hợp các phương pháp định giá: mức giá hợp lý 27.618 đồng/CP

Sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá P/B và thu nhập thặng dư RI với tỷ trọng cân bằng. Giá trị hợp lý cho cổ phiếu TCB là 27.618 đồng/cổ phiếu:

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B	<b>28.668</b>	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	<b>26.567</b>	50%
<b>Giá hợp lý</b>	<b>27.618</b>	

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Khuyến nghị: TRUNG LẬP

Với vị thế là ngân hàng tiên phong trong chiến lược tập trung vào trải nghiệm khách hàng, lượng khách hàng thường xuyên của TCB tăng nhanh giúp cho ngân hàng có mức CASA cao và chi phí vốn rất cạnh tranh so với trung bình toàn hệ thống.

Với việc chuyển dịch dần sang phân khúc bán lẻ và SME, chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng sẽ đạt được hiệu suất cao hơn trong những năm tới. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, rủi ro hiện hữu liên quan đến TPĐN và áp lực chi phí vốn cao là những thách thức ngân hàng phải đối mặt.

Do đó, chúng tôi ước tính TCB có thể đạt **27.237 tỷ đồng LNTT năm 2023** (+6,53% yoy), tương đương EPS đạt 6.093 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 38.225 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu TCB với giá trị hợp lý là **27.618 đồng/cổ phiếu**.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trần Minh Hoàng**  
Trưởng phòng  
Phân tích & Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Mạc Đình Tuấn**  
Trưởng Bộ phận  
Phân tích doanh nghiệp  
mdtuan@vcbs.com.vn

**Hoàng Thị Phụng**  
Chuyên viên Phân tích  
htphuong@vcbs.com.vn

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

<http://www.vcbs.com.vn>