

## KHẢ QUAN - Giá mục tiêu 1 năm: 51.200 Đồng/cp

Giá cổ phiếu (Ngày 25/08/2022): 39.550 Đồng/cp

**Nguyễn Thu Hà, CFA**

[hant4@ssi.com.vn](mailto:hant4@ssi.com.vn)

+84 – 24 3936 6321 ext. 8708

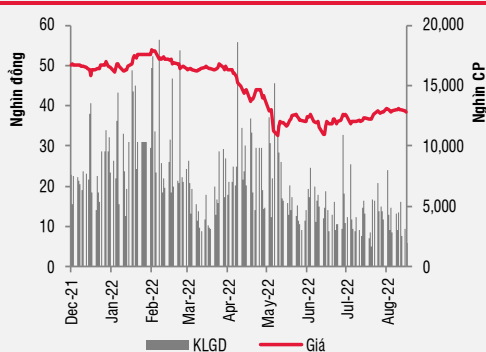
**Ngày 25/08/2022**

**NGÀNH NGÂN HÀNG**

### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	5.766,0
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	134.994,7
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	3.511
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	56/ 32,55
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	4.607.053,0
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	7,28
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	170,3
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	22,5
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

### Thông tin cơ bản về công ty

Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB: HOSE) thành lập vào năm 1993 dưới hình thức ngân hàng tư nhân. Sau 24 năm, TCB đã trở thành ngân hàng lớn thứ 9 về tài sản trong số 15 ngân hàng chúng tôi nghiên cứu.

## Thách thức trong ngắn hạn nhưng triển vọng tích cực trong dài hạn

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu TCB từ MUA xuống KHẢ QUAN, do chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 1 năm xuống 51.200 đồng/cổ phiếu (từ 64.000 đồng/cổ phiếu). Việc hạ khuyến nghị nhằm phản ánh cả rủi ro tập trung của TCB cũng như môi trường lãi suất tăng. Mặc dù chúng tôi tin tưởng vào triển vọng dài hạn của ngành bất động sản Việt Nam và TCB, nhưng những thay đổi pháp lý tiềm ẩn vào thời điểm hiện tại có khả năng tạo ra một số gián đoạn đối với quỹ đạo tăng trưởng của cả ngành cũng như TCB, đặc biệt trong ngắn hạn. Với việc TCB tập trung vào phân khúc khách hàng có thu nhập cao, ngân hàng vẫn còn nhiều dư địa để tiếp tục đa dạng hóa nguồn doanh thu phí (chẳng hạn như dịch vụ quản lý tài sản) chứ không chỉ tập trung ở các khoản phí liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp. Tuy nhiên, sẽ mất một khoảng thời gian để những nỗ lực này của TCB được phản ánh trong kết quả kinh doanh hàng quý.

**Rủi ro giảm giá đối với khuyến nghị của chúng tôi:** Thị trường bất động sản tăng trưởng chậm hơn dự kiến; tỷ lệ hình thành nợ xấu cao hơn dự kiến; giá nhà giảm khi nguồn cung tăng.

**Yếu tố hỗ trợ:** Nghị định 153 được sửa đổi theo hướng không quá thắt chặt như bản dự thảo số 5; thoái vốn tại các công ty con và phục hồi kinh tế tốt hơn mong đợi.

**Quan điểm đầu tư trong 3~6 tháng tới:** Chúng tôi giữ quan điểm trung lập đối với TCB trong ngắn hạn, khi nội dung sửa đổi Nghị định 153 vẫn chưa được hoàn thiện. Theo ước tính của chúng tôi, tăng trưởng LNTT trong 6 tháng cuối năm 2022 của TCB có thể đạt mức 15% so với cùng kỳ.

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	18.350	21.068	27.042	37.076	43.709
LNTT	10.661	12.838	15.800	23.238	27.399
Tăng trưởng LNTT (%)	32,7%	20,4%	23,1%	47,1%	17,9%
Tăng trưởng tín dụng (%)	20,3%	19,0%	24,0%	26,5%	16,6%
Tăng trưởng huy động (%)	13,8%	15,9%	22,8%	14,1%	12,8%
ROE (%)	21,5%	17,7%	18,0%	21,5%	20,8%
NIM (%)	4,1%	4,3%	4,9%	5,7%	5,6%
CIR (%)	31,8%	34,7%	31,9%	30,1%	30,7%
NPL (%)	1,8%	1,3%	0,5%	0,7%	0,9%
LLCR (%)	85,1%	94,8%	171,0%	162,9%	155,5%
EPS (VND)	3.816	2.881	3.521	5.146	6.162
BVPS (VND)	14.790	17.651	21.151	26.264	32.396
P/E (x)	11,0	10,9	8,9	10,3	6,3
P/B (x)	2,8	1,8	1,5	2,0	1,2

Nguồn: TCB, SSI Research

**KQKD quý 2/2022****Bảng: Các chỉ số chính của Bảng cân đối kế toán**

(tỷ đồng)	30/6/2022	31/12/2021	So với đầu năm (%)	30/6/2021	So với cùng kỳ (%)
VCSH	104.473	93.056	12,3%	83.901	24,5%
Tổng tài sản	623.745	568.811	9,7%	504.304	23,7%
Cho vay khách hàng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp)	441.169	410.150	7,6%	365.230	20,8%
Tiền gửi khách hàng (bao gồm giấy tờ có giá)	358.756	348.432	3,0%	317.012	13,2%
NPL (Thông tư 02)	0,60%	0,66%		0,36%	
LLC	171,6%	162,9%		258,9%	
Nợ tái cơ cấu	0,1%	0,5%		0,8%	
LDR	78,8%	75,0%		76,6%	
Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn	32,0%	28,8%		39,1%	
CAR (Basel II)	15,7%	15,0%		15,2%	

Nguồn: TCB, SSI Research

**Bảng: Các chỉ số chính của Báo cáo kết quả kinh doanh**

(tỷ đồng)	Quý 2/2022	Quý 2/2021	So với cùng kỳ (%)	Nửa đầu năm 2022	Nửa đầu năm 2021	So với cùng kỳ (%)
Thu nhập lãi thuần	7.794	6.585	18,4%	15.905	12.708	25,2%
Thu nhập thuần ngoài lãi	3.242	2.621	23,7%	5.243	5.430	-3,4%
Tổng thu nhập hoạt động	11.036	9.206	19,9%	21.148	18.138	16,6%
Chi phí hoạt động	(3.297)	(2.591)	27,3%	(6.406)	(5.154)	24,3%
CIR	29,9%	28,1%		30,3%	28,4%	
Dự phòng rủi ro tín dụng	(417)	(598)	-30,2%	(636)	(1.448)	-56,1%
LNTT	7.321	6.018	21,7%	14.106	11.536	22,3%
NIM	5,48%	5,90%		5,82%	5,81%	
Chi phí tín dụng	0,44%	0,78%		0,34%	0,98%	
ROAA	3,75%	3,90%		3,86%	3,93%	
ROAE	23,1%	23,3%		23,5%	23,6%	

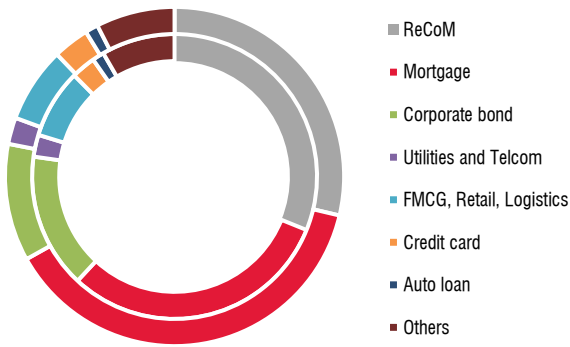
Nguồn: TCB, SSI Research

**Tạm thời cơ cấu lại hoạt động tín dụng**

Chúng tôi khá bất ngờ khi dư nợ cho vay chủ đầu tư bất động sản, xây dựng, vật liệu (ReCoM) giảm 5 nghìn tỷ đồng (giảm 4% so với quý trước) và trái phiếu doanh nghiệp giảm 27 nghìn tỷ đồng (giảm 36% so với quý trước). Khoản dư nợ giảm đi này được tận dụng để tăng dự nợ cho vay mua nhà (tăng 33,9 nghìn tỷ đồng hay tăng 25% so với quý trước). Theo quan sát của chúng tôi, khoản dư nợ cho vay mua nhà tăng lên trong quý 2/2022 là mức tăng theo quý lớn nhất trong lịch sử của ngân hàng, điều này có thể đến từ việc giải ngân một số dự án lớn của Vinhomes (ví dụ như dự án Ocean Park). Trong khi tỷ trọng dư nợ cho vay lĩnh vực bất động sản vẫn tăng lên và chiếm hơn 75% (so với 73% vào cuối quý 1/2022) tổng dư nợ tín dụng, tỷ trọng cho vay chủ đầu tư bất động sản của TCB đã giảm xuống 32% (từ 36%). Tỷ trọng cho vay trái phiếu doanh nghiệp cũng giảm từ 12,5% xuống 7,9% tổng tín dụng. Mặc dù việc tăng cường cho vay mua nhà phù hợp với định hướng dài hạn của ngân hàng, nhưng việc cơ cấu dư nợ thay đổi đột ngột chỉ trong vòng một quý có thể là do các quy định nghiêm ngặt gần đây và dư địa tăng trưởng tín dụng hạn chế. Tổng dư nợ tín dụng của ngân hàng đạt 441 nghìn tỷ đồng (tăng 7,6% so với đầu năm và giảm 0,3% so với quý trước).

Chúng tôi cũng lưu ý rằng do dư địa tăng trưởng tín dụng hạn chế, TCB đã rất tích cực sử dụng công cụ UPAS LC trong quý 2/2022, với số dư tài trợ doanh nghiệp tăng 12 nghìn tỷ đồng (tăng 54% so với quý trước). Thời điểm cuối kỳ, số dư tài trợ doanh nghiệp thông qua công cụ UPAS LC là 35 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 6% tài sản sinh lãi của ngân hàng.

Biểu đồ: Cơ cấu tín dụng

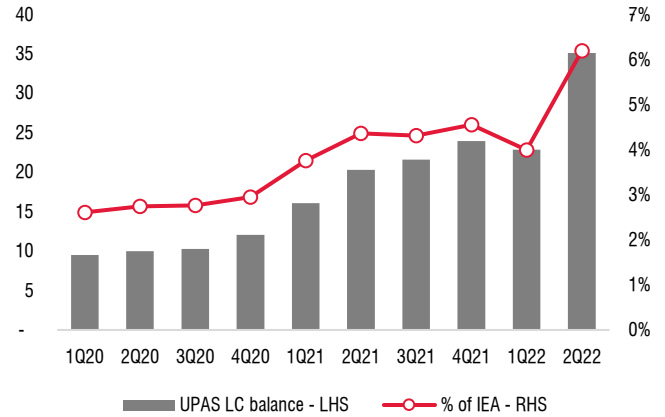


Inner circle: 31.12.2021

Outer circle: 30.6.2022

Nguồn: TCB, SSI Research

Biểu đồ: Số dư UPAS LC (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: TCB, SSI Research

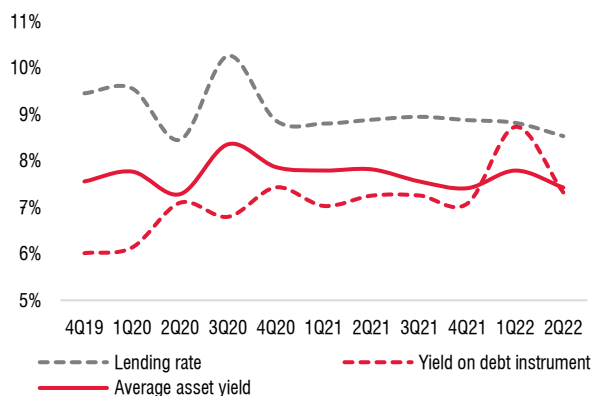
### ... dẫn đến lợi suất tài sản trung bình và NIM giảm

Đầu tháng 1 năm 2022, TCB đã đầu tư đáng kể vào trái phiếu doanh nghiệp của một số chủ đầu tư bất động sản, điều này đã đẩy lợi suất trung bình trên các công cụ nợ tăng 165 bps lên 8,73% trong quý 1/2022. Với sự sụt giảm đáng kể của dư nợ trái phiếu doanh nghiệp trong quý 2/2022, lợi suất trung bình trên công cụ nợ đã giảm 141 bps. Trong khi đó, các khoản cho vay mua nhà thường có có lãi suất cho vay ưu đãi trong năm đầu tiên, đã kéo lợi suất cho vay bình quân xuống 8,53% (giảm 20 bps so với quý trước). Theo đó, lợi suất tài sản sinh lời bình quân chứng ở mức 7,42% (giảm 37 bps so với quý trước).

Trong khi đó, về mặt huy động vốn, TCB đã và đang củng cố nguồn vốn trung và dài hạn để đảm bảo sự vững chắc của tỷ lệ thanh khoản khi đẩy mạnh cho vay mua nhà dài hạn. Ngân hàng đã phát hành 8,5 nghìn tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 3 năm với lãi suất trong khoảng 3,8~4,3%. Với sự giảm tốc của CASA bán lẻ, tỷ lệ CASA của TCB giảm xuống còn 47,4%, điều này khiến chi phí huy động bình quân tăng lên 2,2% (tăng 3 bps so với quý trước).

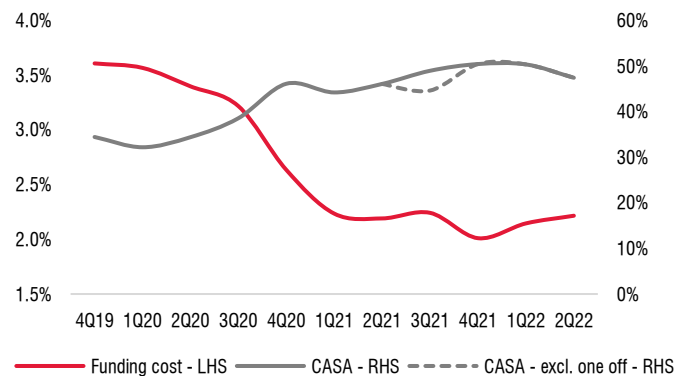
Trong bối cảnh ngân hàng đang chờ được nới hạn mức tín dụng và áp lực củng cố nguồn vốn dài hạn vẫn còn, chúng tôi dự báo NIM sẽ chịu áp lực trong quý 3/2022 nhưng có thể sẽ phục hồi phần nào vào quý 4/2022. NIM của TCB trong quý 2/2022 là 5,48% so với giả định của chúng tôi cho NIM cả năm 2022 là 5,55%.

Biểu đồ: Lợi suất tài sản sinh lời



Nguồn: TCB, SSI Research

Biểu đồ: Chi phí huy động bình quân và tỷ lệ CASA



Nguồn: TCB, SSI Research

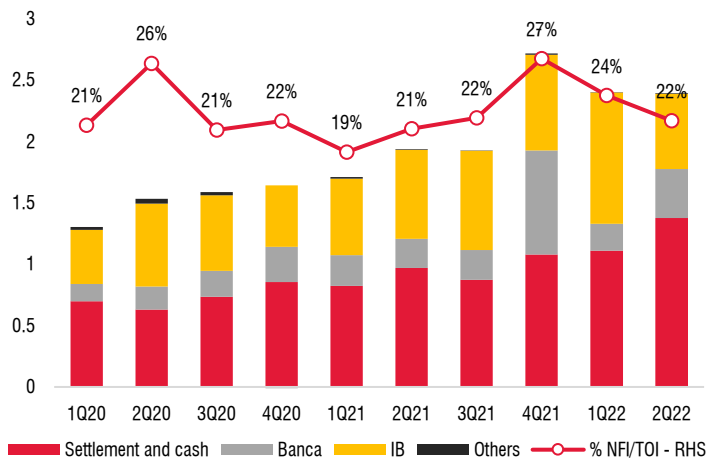
### Đóng góp kịp thời từ sự tăng trưởng mạnh mẽ của dịch vụ thẻ

Do thị trường trái phiếu doanh nghiệp âm ảm, doanh thu phí từ dịch vụ ngân hàng đầu tư trong quý 2/2022 giảm xuống 703 tỷ đồng (giảm 33% so với quý trước và giảm 23% so với cùng kỳ). Tuy nhiên, doanh thu dịch vụ thanh toán bất ngờ tăng lên 1,4 nghìn tỷ đồng (tăng 24% so với quý trước và 42% so với cùng kỳ), chủ yếu do sự tăng trưởng của dịch vụ thẻ. Doanh thu từ dịch vụ thẻ đạt 626 tỷ đồng so với mức bình quân chỉ khoảng hơn 230 tỷ đồng trong chín quý vừa qua. Chúng tôi cũng nhận thấy rằng tỷ suất lợi nhuận của hoạt động thanh toán đã tăng đáng kể trong quý 2/2022. Theo quan điểm của chúng tôi, ngoài giá trị giao dịch tăng trưởng mạnh, điều này còn có thể được giải thích bởi các yếu tố sau: (1) thay đổi trong chính sách của thẻ tín dụng Signature Cashback tại TCB từ hoàn tiền không giới hạn thành hoàn tiền tối đa 5 triệu đồng/tháng, bắt đầu từ tháng 3/2022; và (2) có thể có một khoản thu nhập một lần từ các dịch vụ thẻ - theo quan điểm của chúng tôi.

Doanh thu từ bancassurance là một động lực khác hỗ trợ tăng trưởng doanh thu phí, đạt mức 399 tỷ đồng (tăng 83% so với quý trước và 68% so với cùng kỳ). TCB đứng thứ 5 về doanh thu phí bảo hiểm thông qua kênh bancassurance trong 6 tháng đầu năm 2022 (sau MBB, ACB, STB và VIB).

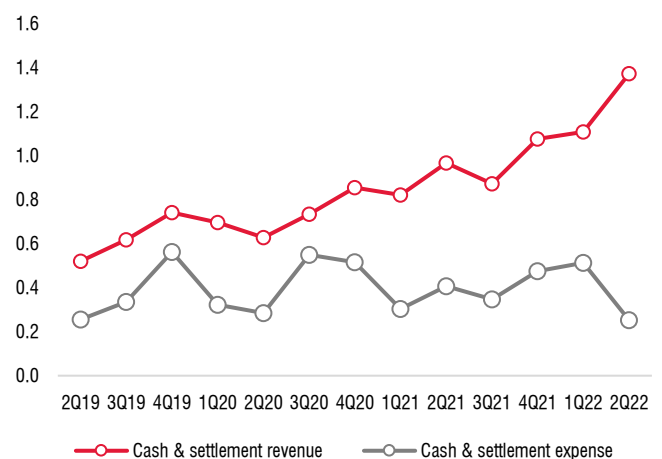
Nhìn chung, tổng thu nhập hoạt động (TOI) tăng trưởng ổn định ở mức 20% so với cùng kỳ, do tăng trưởng thu nhập từ hoạt động dịch vụ (tăng 43% so với cùng kỳ), tăng trưởng ổn định của thu nhập lãi thuần (tăng 18% so với cùng kỳ) và thu từ nợ đã xử lý (tăng 96% so với cùng kỳ). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tăng trưởng thu nhập từ hoạt động dịch vụ sẽ giảm tốc trong các quý tiếp theo nếu dự thảo sửa đổi Nghị định 153 vẫn chưa được hoàn thiện.

**Biểu đồ: Doanh thu từ hoạt động dịch vụ (nghìn tỷ đồng)**



Nguồn: TCB, SSI Research

**Biểu đồ: Dịch vụ thanh toán và tiền mặt (nghìn tỷ đồng)**



Nguồn: TCB, SSI Research

### Hệ số CIR được kiểm soát ở mức 30%

Với việc tiếp tục đầu tư vào số hóa, chi phí đã tăng vọt 62% so với cùng kỳ. Chi phí bán hàng & quản lý cũng tăng 64% so với cùng kỳ do ngân hàng tích cực triển khai các chiến dịch quảng bá. Tuy nhiên, hệ số CIR vẫn được kiểm soát tốt ở mức 30% và là một trong những ngân hàng có hệ số CIR thấp nhất trong các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu.

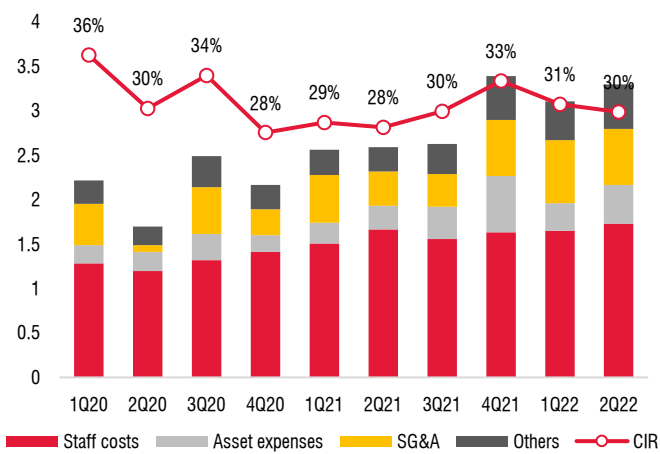
### Các chỉ tiêu tín dụng hiện tại đang duy trì ở mức tốt, nhưng vẫn cần tiếp tục quan sát

Tất cả các chỉ tiêu chất lượng tài sản tại TCB đều ở mức rất tốt trong quý 2/2022 và phù hợp với kỳ vọng, do rủi ro tín dụng (nếu có) liên quan đến thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp có khả năng chỉ thành hiện

thực vào năm 2023. Tỷ lệ nợ nhóm 2 và nợ xấu trên tổng dư nợ đạt mức thấp nhất trong ngành, lần lượt là 0,53% và 0,60%, trong khi tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu được duy trì ở mức 172%. Điều kém khả quan duy nhất là tỷ lệ nợ xấu của khách hàng SME tăng nhẹ, lên mức 0,90%. Tỷ lệ nợ xấu của phân khúc khách hàng này đã dao động trong khoảng 0,7~0,8% kể từ lần sóng thứ ba của Covid-19, và không có sự cải thiện đáng kể (so với mức 0,10~0,20% trong khoảng thời gian từ quý 4/2020 đến quý 2/2021).

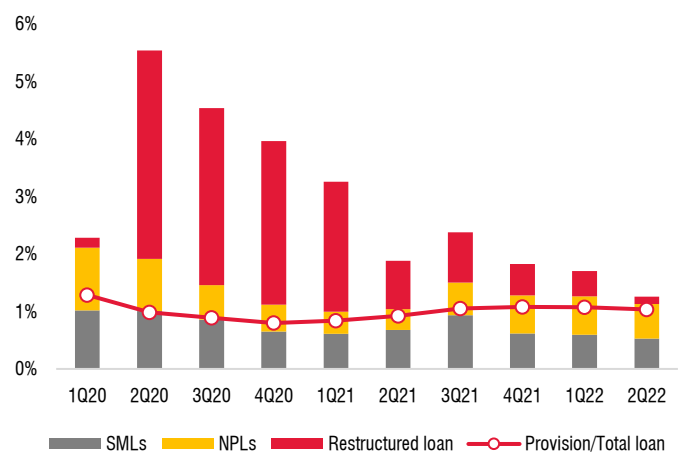
Các chỉ số phản ánh chất lượng tài sản của TCB vẫn nằm trong nhóm tốt nhất ngành. Chúng tôi cho rằng hoạt động cho vay của TCB được thực hiện tương đối chặt chẽ và tuân thủ các tiêu chí về quản trị rủi ro, tuy nhiên, với tỷ trọng tập trung trong lĩnh vực bất động sản cao, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng cho năm 2023. Những thách thức đối với chủ đầu tư bất động sản cũng như đối với các khoản cho vay mua nhà có khả năng vẫn còn tiếp diễn trong thời gian tới.

**Biểu đồ: Chi phí hoạt động (nghìn tỷ đồng) và CIR của TCB**



Nguồn: TCB, SSI Research

**Biểu đồ: Chất lượng tài sản tại TCB**



Nguồn: TCB, SSI Research

## Ước tính lợi nhuận

Chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính LNTT năm 2022 xuống 27,4 nghìn tỷ đồng (từ 27,9 nghìn tỷ đồng), tăng 18% so với cùng kỳ, do chúng tôi điều chỉnh giảm các giả định như dưới đây.

- Tăng trưởng tín dụng và huy động lần lượt đạt 16,6% và 12,8%, giảm so với các giả định trước đây là 22,7% và 20,9%;
- Tăng trưởng phí dịch vụ ngân hàng đầu tư: 0%, so với giả định trước đây là 20%. Điều này là do tác động của vụ việc Tân Hoàng Minh và nội dung Dự thảo sửa đổi Nghị định 153 (Dự thảo 5) đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp nghiêm trọng hơn dự đoán trước đây của chúng tôi.
- Chi phí tín dụng: 0,74%, so với giả định trước đây là 0,85% do rủi ro liên quan đến nợ tái cơ cấu Covid-19 được kiểm, và rủi ro lĩnh vực bất động sản chỉ bắt đầu hiện hữu từ năm 2023.

Cho năm 2023, chúng tôi dự phóng TCB đạt lợi nhuận trước thuế 31,8 nghìn tỷ đồng (tăng 16% so với cùng kỳ). Tăng trưởng chậm hơn so với năm 2022 xuất phát từ việc NIM giảm 5 bps và tăng cường trích lập dự phòng (tăng 15% so với cùng kỳ). Các giả định khác như sau:

- Tăng trưởng tín dụng và huy động lần lượt là đạt 16% và 12% so với cùng kỳ.

- NIM giảm 5 bps xuống 5,50%. Trong 2 năm vừa qua, TCB được hưởng lợi từ nguồn vốn liên ngân hàng chi phí thấp và tỷ lệ CASA được cải thiện (từ 34,5% vào năm 2019 lên 50,5% vào năm 2021). Mặc dù tỷ lệ CASA vẫn có thể tăng lên, nhưng tốc độ tăng trưởng có thể sẽ giảm vào năm 2022, do sự đảo ngược trong xu hướng lãi suất huy động. Với định hướng đẩy mạnh hoạt động cho vay mua nhà, TCB có tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung và dài hạn tương đối cao so với các ngân hàng khác, và sẽ phải giảm tỷ lệ này vào năm 2023 để tuân thủ mức trần quy định là 30% từ 1/10/2023. Do đó, tổng chi phí huy động sẽ cao hơn một chút vào năm 2023. Trong khi đó, lãi suất cho vay mua nhà trong vòng 12 tháng sau thời gian ưu đãi sẽ được đảm bảo giữ ở mức tối đa là 9,5% đối với một số dự án nhất định.
- Doanh thu từ các hoạt động dịch vụ tăng trưởng 28% so với cùng kỳ, so với mức nền so sánh thấp trong năm 2022
- Hệ số CIR duy trì ở mức 31% do ngân hàng tiếp tục đầu tư vào cơ sở hạ tầng CNTT và các dự án số hóa.
- Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 1,1% tổng dư nợ, do chúng tôi cho rằng sẽ có một số áp lực đến chất lượng tín dụng của ngân hàng liên quan đến lĩnh vực bất động sản.

## Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi điều chỉnh giảm P/B mục tiêu xuống 1,6 lần (từ 2 lần), để phản ánh cả mức độ tập trung rủi ro của TCB cũng như môi trường lãi suất tăng. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 1 năm xuống 51.200 đồng/cổ phiếu (từ 64.000 đồng/cổ phiếu), qua đó hạ khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN đối với cổ phiếu TCB.

Rủi ro tập trung của TCB:

- **Trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn trong vòng 1 năm.** TCB không cung cấp thông tin về thời gian đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp. Tuy nhiên, khoảng 44% tổng giá trị của cả trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu tổ chức tín dụng (32 nghìn tỷ đồng) sẽ đến hạn thanh toán trong vòng một năm tới. Chúng tôi giả định rằng 21 nghìn tỷ đồng (tương đương 4,9% tổng tín dụng) trái phiếu doanh nghiệp sẽ đến hạn vào năm 2023. Do các công ty phát hành trái phiếu là những tổ chức lớn với danh tiếng tốt trên thị trường, chúng tôi tin rằng các đơn vị này sẽ có các lựa chọn thay thế để huy động vốn - bất chấp những hạn chế về tăng trưởng tín dụng và những thách thức trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Chúng tôi cũng không loại trừ khả năng TCB sẽ bán một phần trái phiếu (như đã thực hiện trong quý 2/2022) – để giảm mức tập trung vào TPDN của ngân hàng.
- **Dư nợ cho vay lĩnh vực ReCoM cao (126 nghìn tỷ đồng ~ tương đương 29% tổng tín dụng) là một quan ngại của chúng tôi.** Chúng tôi cho rằng hoạt động này có thể gặp biến động tiêu cực trong ngắn hạn do hạn chế về nguồn vốn. Nếu giả định rằng chỉ 5% trong số các khoản vay này phải đối mặt với các thách thức về khả năng trả nợ thì 6,3 nghìn tỷ đồng (1,5% tổng tín dụng và 1,6 lần dự phòng) có nguy cơ trả nợ trễ hạn. TCB có vốn hóa đủ mạnh để hấp thụ các cú sốc ngoại sinh, tuy nhiên, lợi nhuận vẫn có thể bị ảnh hưởng do áp lực tăng trích lập dự phòng.
- **Các khoản cho vay mua nhà có thời gian ân hạn từ 2020-2022.** TCB không còn cung cấp thông tin tổng hợp về các khoản cho vay mua nhà theo từng phân khúc khách hàng. Họ cũng không cung cấp tỷ trọng dư nợ cho vay mua nhà đang trong thời gian ân hạn. Dựa trên số liệu được cung cấp tại thời điểm tháng 6 năm 2020, chúng tôi cho rằng phần lớn khách hàng vay mua nhà vẫn là phân khúc khách hàng có thu nhập cao - với thu nhập hộ gia đình hàng năm trên 1,3 tỷ đồng. Nếu lấy dự án Vinhomes OceanPark làm ví dụ, thì khoản dư nợ vay mua nhà với thời gian vay 30 năm sẽ ở mức trung bình là 5,6 tỷ đồng. Điều này có nghĩa là khoản phải trả hàng tháng sau khi hết thời gian ân hạn lãi là 44 triệu đồng, và sau khi hết cả ân hạn lãi và gốc là 60 triệu đồng, so với thu nhập hàng tháng của hộ gia đình gia đình có thu nhập cao là hơn 108 triệu đồng. Khả năng trả nợ đúng hạn của khách hàng vay với thu nhập ở cận dưới của phân khúc giàu có thể phần nào bị ảnh hưởng từ cuối năm 2023, và do đó ảnh hưởng đến chất lượng tín dụng tại TCB.

Chưa kể đến khả năng một khách hàng đang đứng tên trên nhiều hơn một hợp đồng vay mua nhà. Do đó, rủi ro tín dụng trong lĩnh vực bất động sản cần được theo dõi chặt chẽ và xem xét một cách thận trọng vào năm 2023.

**Bảng: Phân khúc khách hàng cá nhân**

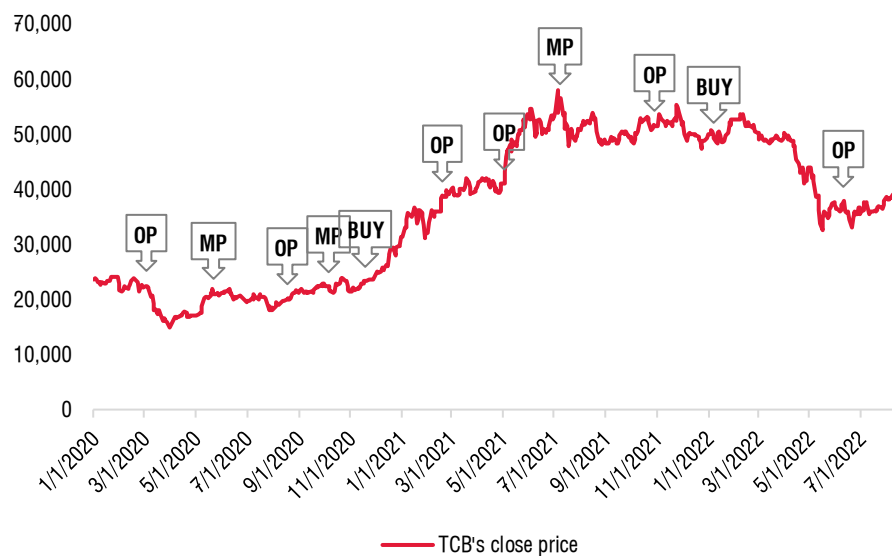
Phân khúc khách hàng	Thu nhập hàng năm của mỗi hộ gia đình *	Thu nhập hàng tháng của mỗi hộ gia đình *	Tỷ trọng dư nợ cho vay mua nhà (%), vào cuối kì				
			2016	2017	2018	2019	Tháng 6/2020
Phân khúc thu nhập cao	> 1,3 tỷ đồng	> 108 triệu đồng	95,5%	96,6%	91,4%	80,4%	77%
Phân khúc trung lưu	0,3 ~ 1,3 tỷ đồng	17 triệu - 67 triệu đồng	1,4%	0,7%	3,2%	9,1%	13%
Phân khúc phổ thông	< 0,3 tỷ đồng	< 17 triệu đồng	3,1%	2,7%	5,4%	10,6%	11%

\* Phân loại hiện tại

**Bảng: Ví dụ về khoản vay mua nhà của dự án Ocean Park 2 được giải ngân vào tháng 4 năm 2022**

Giá trung bình cho mỗi căn hộ	8 tỷ đồng
Điều khoản quan trọng	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tỷ lệ vay 70%, thời hạn 30 năm</li> <li>Thời gian ân hạn lãi là 18 tháng và ân hạn gốc 24-30 tháng</li> <li>Lãi suất áp dụng cho 12 tháng sau thời gian ân hạn tối đa là 9,5%.</li> </ul>
Thanh toán hàng tháng trước ngày 23 tháng 10	0 đồng
Thanh toán hàng tháng từ tháng 10/2023 - tháng 3/2024	44 triệu đồng
Thanh toán hàng tháng từ tháng 4/2024	59 - 60 triệu đồng

**Lịch sử khuyến nghị**



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Triệu đồng	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
+ Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	4.820.627	3.663.615	3.578.643	4.866.867	3.697.790
+ Tiền gửi tại NHNN	3.192.256	10.253.324	4.908.529	4.759.058	5.282.555
+ Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác	47.990.224	28.994.954	70.584.154	70.584.154	70.584.154
+ Chứng khoán kinh doanh	10.041.556	8.347.576	5.070.812	6.174.046	7.008.314
+ Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	0	0	293.768	293.768	293.768
+ Cho vay khách hàng	227.885.283	275.310.367	343.605.581	428.099.436	503.768.894
+ Chứng khoán đầu tư	66.054.597	84.447.241	97.586.088	82.762.358	85.071.343
+ Đầu tư dài hạn	12.223	11.806	12.813	12.813	12.813
+ Tài sản cố định	3.207.777	4.613.423	7.224.480	8.669.376	10.403.251
+ Tài sản khác	20.494.918	23.960.627	35.813.149	39.868.542	44.213.609
<b>Tổng tài sản</b>	<b>383.699.461</b>	<b>439.602.933</b>	<b>568.678.017</b>	<b>646.090.418</b>	<b>730.336.492</b>
+ Các khoản nợ NHNN	0	0	842	842	842
+ Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác	61.266.635	47.484.812	112.458.691	123.704.560	136.075.016
+ Tiền gửi của khách hàng	231.296.761	277.458.651	314.752.525	352.522.828	391.300.339
+ Các công cụ tài chính phái sinh và các nghĩa vụ tài chính khác	0	0	0	0	0
+ Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, cho vay tổ chức tín dụng chịu rủi ro	434.008	266.926	0	0	0
+ Phát hành giấy tờ có giá	17.460.634	27.899.640	33.679.824	40.415.789	48.498.947
+ Các khoản nợ khác	11.168.656	11.878.118	14.863.716	14.863.716	14.863.716
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>321.626.694</b>	<b>364.988.147</b>	<b>475.755.598</b>	<b>531.507.735</b>	<b>590.738.860</b>
+ Vốn	35.477.967	35.525.569	35.585.622	35.585.622	35.585.622
<i>Vốn điều lệ</i>	<i>35.001.400</i>	<i>35.049.062</i>	<i>35.109.148</i>	<i>35.109.148</i>	<i>35.109.148</i>
<i>Thặng dư vốn cổ phần</i>	<i>476.567</i>	<i>476.507</i>	<i>476.474</i>	<i>476.474</i>	<i>476.474</i>
<i>Vốn khác</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
+ Dự phòng	5.172.684	6.789.643	9.155.896	12.401.149	16.172.247
+ Chênh lệch tỷ giá	0	0	0	0	0
+ Chênh lệch định giá lại tài sản	0	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	21.129.945	31.815.705	47.469.491	65.751.084	86.994.935
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>61.780.596</b>	<b>74.130.917</b>	<b>92.211.009</b>	<b>113.737.855</b>	<b>138.752.804</b>
Lợi ích thuộc cổ đông thiểu số	292.171	483.869	844.828	844.828	844.828
<b>Tổng nợ phải trả, vốn chủ sở hữu và lợi ích thuộc cổ đông thiểu số</b>	<b>383.699.461</b>	<b>439.602.933</b>	<b>568.811.435</b>	<b>646.090.418</b>	<b>730.336.492</b>

<b>Tăng trưởng</b>					
Huy động	15,9%	22,8%	14,1%	12,8%	11,9%
Tín dụng	19,0%	24,0%	26,5%	16,6%	15,9%
Tổng tài sản	19,5%	14,6%	29,4%	13,6%	13,0%
Vốn chủ sở hữu	19,5%	20,0%	24,4%	23,3%	22,0%
Thu nhập lãi thuần	25,2%	31,5%	42,4%	16,9%	12,7%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	14,8%	28,4%	37,1%	17,9%	16,0%
Chi phí hoạt động	25,2%	18,0%	29,5%	20,2%	16,2%
Lợi nhuận trước thuế	20,4%	23,1%	47,1%	17,9%	16,1%
Lợi nhuận sau thuế	20,7%	23,0%	46,2%	18,6%	16,1%

<b>Định giá</b>					
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
BVPS (đồng)	17.651	21.151	26.264	32.396	39.520
P/E	10,93	8,95	10,34	6,28	5,40
P/B	1,78	1,49	2,03	1,19	0,98



Triệu đồng	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>					
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	25.020.397	29.001.912	35.503.251	43.820.941	55.185.802
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(10.762.553)	(10.250.703)	(8.804.638)	(12.611.282)	(20.018.939)
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>14.257.844</b>	<b>18.751.209</b>	<b>26.698.613</b>	<b>31.209.659</b>	<b>35.166.863</b>
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	4.853.846	6.048.443	8.239.494	9.982.673	12.628.441
Chi phí hoạt động dịch vụ	(1.600.493)	(1.859.665)	(1.857.254)	(2.649.828)	(3.275.367)
<b>Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ</b>	<b>3.253.353</b>	<b>4.188.778</b>	<b>6.382.240</b>	<b>7.332.845</b>	<b>9.353.074</b>
<b>Lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối</b>	<b>104.581</b>	<b>745</b>	<b>231.450</b>	<b>243.023</b>	<b>255.174</b>
<b>Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh</b>	<b>397.664</b>	<b>321.397</b>	<b>152.305</b>	<b>500.000</b>	<b>500.001</b>
<b>Lãi/ lỗ thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư</b>	<b>1.243.759</b>	<b>1.496.997</b>	<b>1.804.408</b>	<b>2.075.069</b>	<b>2.386.330</b>
<b>Thu nhập/chi phí từ hoạt động khác</b>	<b>1.806.728</b>	<b>2.279.168</b>	<b>1.803.246</b>	<b>2.344.220</b>	<b>3.047.486</b>
<b>Thu nhập từ hoạt động đầu tư liên doanh liên kết</b>	<b>4.216</b>	<b>4.191</b>	<b>4.063</b>	<b>4.063</b>	<b>4.063</b>
<b>TỔNG THU NHẬP TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>	<b>21.068.145</b>	<b>27.042.485</b>	<b>37.076.325</b>	<b>43.708.878</b>	<b>50.712.990</b>
<b>TỔNG CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG</b>	<b>(7.312.509)</b>	<b>(8.631.154)</b>	<b>(11.173.346)</b>	<b>(13.425.753)</b>	<b>(15.597.027)</b>
<b>Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng</b>	<b>13.755.636</b>	<b>18.411.331</b>	<b>25.902.979</b>	<b>30.283.125</b>	<b>35.115.963</b>
<b>Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng</b>	<b>(917.368)</b>	<b>(2.611.035)</b>	<b>(2.664.603)</b>	<b>(2.884.176)</b>	<b>(3.314.856)</b>
<b>LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ</b>	<b>12.838.268</b>	<b>15.800.296</b>	<b>23.238.376</b>	<b>27.398.949</b>	<b>31.801.107</b>
Thuê thu nhập doanh nghiệp	(2.612.059)	(3.217.829)	(4.839.629)	(5.579.968)	(6.476.494)
<b>LỢI NHUẬN SAU THUẾ</b>	<b>10.226.209</b>	<b>12.582.467</b>	<b>18.398.747</b>	<b>21.818.981</b>	<b>25.324.613</b>
Lợi nhuận thuộc về cổ đông thiểu số	(151.070)	(257.579)	(361.062)	(183.963)	(183.962)
<b>LỢI NHUẬN RÒNG</b>	<b>10.075.139</b>	<b>12.324.888</b>	<b>18.037.685</b>	<b>21.635.018</b>	<b>25.140.651</b>
<b>EPS (đồng)</b>	<b>2.881</b>	<b>3.521</b>	<b>5.146</b>	<b>6.162</b>	<b>7.161</b>
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0	0	0
Cổ tức cổ phiếu	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Nhu cầu vốn</b>					
Hệ số an toàn vốn- CAR Basel II (*)	15,5%	16,1%	15,2%	15,0%	15,0%
Vốn CSH/Tổng tài sản	16,1%	16,9%	16,2%	17,6%	19,0%
<b>Chất lượng tài sản</b>					
Tỷ lệ nợ xấu	1,33%	0,47%	0,66%	0,90%	1,10%
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu	94,76%	170,96%	162,85%	155,52%	151,88%
<b>Hệ số về quản lý</b>					
Tỷ lệ chi phí/thu nhập - CIR	34,7%	31,9%	30,1%	30,7%	30,8%
Chi phí trích lập dự phòng/Lợi nhuận thuần từ HĐKD	1.889	2.291	2.990	3.337	3.871
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi nhân viên	1.151	1.339	1.874	2.092	2.428
Lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên	66.461	85.849	117.703	138.758	160.994
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi chi nhánh/PGD	40.499	50.160	73.773	86.981	100.956
<b>Lợi nhuận</b>					
Hệ số chênh lệch lãi thuần - NIM	4,33%	4,89%	5,71%	5,55%	5,50%
Thu nhập ngoài lãi/Lãi thuần từ HĐKD	32,33%	30,66%	27,99%	28,60%	30,66%
ROA - trung bình	2,86%	2,99%	3,58%	3,56%	3,65%
ROE - trung bình	17,70%	18,03%	21,52%	20,84%	19,78%
<b>Thanh khoản</b>					
Tỷ lệ cấp tín dụng trên vốn huy động - LDR	84,3%	91,9%	89,0%	92,5%	96,2%

Ghi chú: (\*) Basel I CAR năm 2017-2018

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Vĩ mô

#### Phạm Lưu Hưng

Phó Giám đốc

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhthv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Phân tích Ngành Ngân hàng

#### Nguyễn Thu Hà, CFA

Trưởng phòng Phân tích

hant4@ssi.com.vn

SĐT: +84 – 24 3936 6321 ext. 8708

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích cao cấp

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715