

**Việt Nam**
**KHẢ QUAN** (không thay đổi)

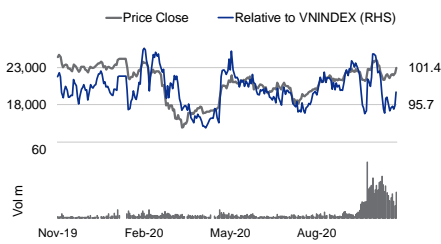
Consensus ratings\*: KQ 13 TL 3 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND23.000
Giá mục tiêu:	VND29.300
Giá mục tiêu gần nhất:	VND27.400
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	27,4%
CGS-CIMB / Consensus:	4,8%
Reuters:	TCB.HM
Bloomberg:	TCB.VN
Vốn hóa:	US\$3.474tr
	VND80.503.216tr
GTGD bình quân:	US\$11,04tr
	VND255.810tr
SLCP đang lưu hành:	3.500tr
Free float:	34,8%

\*Nguồn: Bloomberg

**Thay đổi chính trong báo cáo**

- Tăng dự phóng EPS 1,8%-3% cho giai đoạn 2021-22



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	7,5	16,2	-7,1
Tương đối (%)	3,6	3,2	-2,5

Cổ đông chính	% nắm giữ
Tập đoàn Masan	15,0
Chủ tịch HĐQT và các bên liên quan	15,9
Cổ đông khác	69,1

**Chuyên viên phân tích**

**Nguyễn Đặng Bảo Ngọc**

T (84) 90 918 2135

E ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

# Techcombank

## KQKD 9T20 dẫn đầu ngành ngân hàng

- LN ròng Q3/20 tăng trưởng 21,3% svck, đạt 3.099 tỷ đồng, giúp LN ròng 9T/20 đạt 8.372 tỷ đồng (+18,8% svck), hoàn thành 78,1% dự báo cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi tăng dự phóng EPS 0,9%-3% cho giai đoạn 2020-22, dựa trên giả định tỷ lệ NIM cao hơn.
- Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu cao hơn ở mức 29.300 đồng/cp.

### Mảng bán lẻ giúp cải thiện NIM, thúc đẩy tăng trưởng NII 9T20...

Biên lãi ròng dự phóng cả năm (NIM) 9T20 đạt mức kỷ lục là 4,9%, tăng 67 điểm cơ bản (đcb) svck, nhờ NIM mảng bán lẻ 9T20 tăng từ 2% trong 9T19 lên 2,4%. Cho vay cá nhân tăng trưởng 3% svck, chiếm 36% dư nợ tín dụng cuối Q3/20 (40% dư nợ tín dụng cuối Q3/19), trong khi thu nhập lãi (NII) của phân khúc này tăng 40,1% svck, đóng góp 50% vào tổng NII của TCB trong 9T20 sv mức 47% trong 9T19. NII từ mảng cá nhân đóng góp phần chính trong mức tăng lợi suất tài sản 29 đcb svck. Trong khi đó, chi phí vốn (COF) giảm 47 đcb svck nhờ: (i) CASA tăng lên 38,6% cuối Q3/20 từ mức 28,7% cuối Q3/19 do CASA mảng bán lẻ tăng 64,9% svck (32,6% từ đầu năm), đóng góp đến 63% tổng CASA cuối Q3/20 (sv 57,3% cuối Q3/19), và (ii) lãi suất huy động giảm. Cùng với mức tăng trưởng tín dụng 15,6% svck dựa trên tăng trưởng 31,7% svck từ trái phiếu doanh nghiệp và 12,4% svck từ dư nợ cho vay, NII của TCB tăng 31,6% svck, đạt mức 13.296 tỷ đồng trong 9T20.

### ... trong khi đó dịch vụ trái phiếu kéo thu nhập từ phí tăng lên

TN phí ròng (NFI) 9T20 tăng 45,9% svck, đạt 3.120 tỷ đồng, đóng góp 16,2% tổng TN hoạt động (TOI), nhờ TN từ bảo lãnh phát hành trái phiếu và các dịch vụ liên quan tăng 132,1% svck, đóng góp 45,3% NFI. Cùng với lãi thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư tăng 67,1% svck và TN khác tăng 33% svck, TN ngoài lãi (Non-II) tăng 38,1% svck, đạt 5.985 tỷ đồng trong 9T20.

### Nợ xấu ghi nhận mức thấp kỷ lục tại thời điểm cuối Q3/20

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) giảm xuống 0,6% cuối Q3/20, thấp nhất trong ngành; tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) đạt 148% cuối Q3/20, cao thứ 2 toàn ngành, nhờ TCB đã đẩy mạnh trích lập dự phòng trong 9T20, tăng 3,7 lần svck. Dù tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) giảm xuống 32,8%, LN ròng chỉ tăng 18,8% svck, đạt 8.372 tỷ đồng trong 9T20, hoàn thành 78,1% dự báo cả năm của chúng tôi.

### Nâng dự phóng EPS 1,8%/3% trong năm 2021/22

LN ròng dự báo tăng 17,1%/16,7% trong 2021/22F sv mức 16%/15,3% trước đó, do NIM được kỳ vọng cải thiện tốt hơn từ 7-13 đcb dựa trên chi phí vốn thấp hơn. Do đó, tăng trưởng kép (CAGR) NII đạt 15,5% giai đoạn 2021/22 nhờ CAGR tín dụng 15% và dự báo NIM tăng 5 đcb.

### Duy trì đánh giá Khả Quan với giá mục tiêu tăng lên 29.300 đồng/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả Quan đối với cổ phiếu TCB với mức giá mục tiêu cao hơn là 29.300 đồng/cp do chuyển sang sử dụng P/BV 2021. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá thu nhập thẳng dư (chi phí vốn: 13,7%, tăng trưởng dài hạn: 4%) và P/BV 2021 1,2 lần, tỷ trọng tương đương. Động lực tăng giá là tăng trưởng tín dụng cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá đến từ NIM cải thiện thấp hơn dự kiến.

Chỉ tiêu tài chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	11.127	14.258	17.124	19.634	22.311
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	7.223	6.810	8.138	9.770	11.041
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	18.350	21.068	25.262	29.404	33.352
Tổng chi phí dự phòng (tỷ đồng)	(1.846)	(917)	(2.732)	(3.089)	(3.313)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	8.463	10.075	10.819	12.665	14.780
EPS cốt lõi (VND)	2.412	2.870	3.080	3.606	4.208
Tăng trưởng EPS cốt lõi	17,6%	19,0%	7,3%	17,1%	16,7%
P/E cốt lõi dự phóng (lần)	9,54	8,01	7,47	6,38	5,47
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	-	-	-
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%
Giá trị sổ sách/cp (VND)	14.790	17.651	20.742	24.361	28.584
P/BV (lần)	1,56	1,30	1,11	0,94	0,80
ROE (%)	21,4%	17,7%	16,0%	16,0%	15,9%
% thay đổi ước tính EPS cốt lõi	-	-	0,90%	1,79%	2,98%
CGS-CIMB/Đồng thuận EPS (lần)	-	-	1,03	1,04	1,06

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## KQKD 9T20 dẫn đầu ngành ngân hàng

Hình 1: Tóm tắt kết quả kinh doanh 9T20 (Tỷ đồng)

Báo cáo KQKD	Q3/20	Q3/19	% svck	Q2/20	% qoq	9T20	9T19	% svck	% dự phóng của VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi ròng	5.148	3.622	42,1%	3.935	30,8%	13.295	10.106	31,6%	82,0%	Cao hơn dự báo của chúng tôi vì NIM (dự báo cả năm) trong 9T20 cao hơn dự phóng nhờ vào tỷ lệ CASA cải thiện lên mức 38,6% vào cuối Q3/20 từ mức 32,9% cuối Q3/19 (cuối Q2/20: 34,4%) và lãi suất huy động giảm đã được phản ánh vào chi phí vốn. Lãi suất huy động giảm 140-180 điểm cơ bản kể từ đợt cắt giảm đầu tiên vào tháng 03/2020.
Thu nhập ngoài lãi	2.349	1.737	35,3%	1.818	29,2%	5.985	4.335	38,1%	73,5%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi.
Thu nhập HĐKD	7.497	5.359	39,9%	5.753	30,3%	19.281	14.441	33,5%	79,2%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi.
Chi phí HĐKD	(2.489)	(1.794)	38,7%	(1.697)	46,6%	(6.324)	(4.976)	27,1%	74,2%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi.
Lợi nhuận trước dự phí	5.008	3.564	40,5%	4.056	23,5%	12.956	9.465	36,9%	81,9%	
Chi phí dự phòng	(1.034)	(366)	182,6%	(439)	135,5%	(2.245)	(605)	271,0%	99,3%	Cao hơn dự báo của chúng tôi do TCB đã trích lập dự phòng mạnh mẽ trong 9T20. Chi phí dự phòng tăng 271% svck, và tỷ lệ xóa nợ tăng lên mức 1,8% trong 9T20 từ mức 0,1% trong cả năm 2019, góp phần giảm tỷ lệ nợ xấu (NPL) xuống mức 0,6% vào cuối Q3/20 so với 0,9% cuối Q2/20 (cuối 2019: 1,3%), mức thấp nhất trong ngành; và đẩy tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tăng lên mức 148% cuối Q3/20 so với 108% cuối Q2/20 (cuối 2019: 94,8%), cao thứ 2 toàn ngành.
Lợi nhuận trước thuế	3.974	3.199	24,2%	3.617	9,9%	10.711	8.860	20,9%	79,0%	
Lợi nhuận ròng	3.099	2.554	21,3%	2.817	10,0%	8.372	7.046	18,8%	78,1%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi.

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Các chỉ số chính theo quý của TCB

Các chỉ số chính	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020
NII/Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	54,7%	62,6%	67,2%	58,5%	78,1%	66,6%	67,6%	58,9%	69,9%	68,4%	68,7%
Non-II/TOI	45,3%	37,4%	32,8%	41,5%	21,9%	33,4%	32,4%	41,1%	30,1%	31,6%	31,3%
NIM (dự phóng cả năm)	4,0%	3,9%	4,1%	4,0%	4,2%	4,1%	4,1%	4,3%	4,3%	4,4%	0,0%
Tỷ lệ chi phí/Thu nhập (CIR)	27,2%	27,9%	28,1%	31,8%	36,6%	35,0%	34,4%	34,7%	35,4%	32,5%	32,8%
Tỷ lệ cho vay/tiền gửi (LDR)	73,4%	69,8%	67,8%	64,5%	63,9%	64,7%	71,0%	75,3%	74,4%	74,2%	73,4%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL ratio)	1,9%	2,0%	2,1%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,3%	1,1%	0,9%	0,6%
Tỷ lệ dự phòng/nợ xấu (LLR)	76,2%	74,2%	77,5%	85,1%	87,7%	77,1%	77,1%	94,8%	117,9%	108,6%	148,0%
Chi phí vốn (dự phóng cả năm)	2,0%	1,3%	1,4%	1,1%	0,4%	0,3%	0,5%	0,5%	1,3%	1,0%	1,3%
ROAA (dự phóng cả năm)	3,0%	3,2%	3,2%	2,9%	2,8%	2,7%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
ROAE (dự phóng cả năm)	25,5%	24,3%	25,4%	21,5%	18,6%	17,0%	17,2%	17,8%	17,7%	17,6%	17,7%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Tăng trưởng tín dụng 9T20 đến từ phân khúc bán buôn... ➤

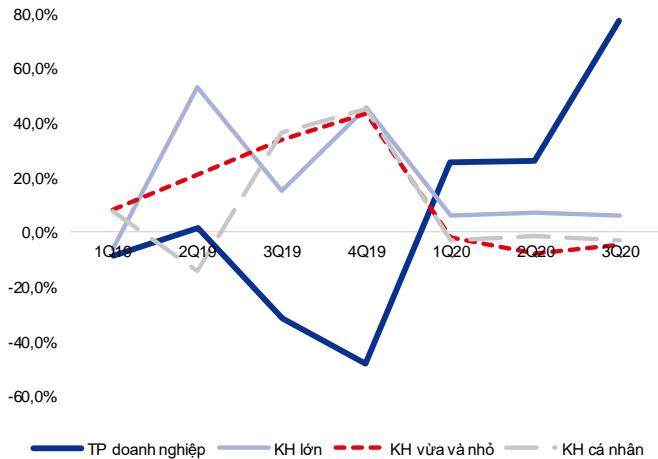
TCB ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng là 9,2% sv đầu năm (+15,6% svck) tại thời điểm cuối Q3/20, tăng mạnh từ mức 3,5% sv đầu năm vào cuối Q2/20. Nguyên nhân là do tại cuối Q3/20, trái phiếu doanh nghiệp tăng 77,4% sv đầu năm (+34,1% svck) (cuối Q2/20: 25,9% sv đầu năm) và tín dụng mảng bán buôn tăng 6,2% sv đầu năm (+34,4% svck) (cuối Q2/20: 7,2% sv đầu năm)

TCB có mối quan hệ lâu năm với các tập đoàn lớn như Vingroup và Masan Group, tạo điều kiện để TCB tài trợ tín dụng và các dịch vụ khác cho những tập đoàn này. Ngoài ra, CTCK Techcom, do TCB sở hữu 99%, đang là đơn vị có thị phần môi giới trái phiếu lớn nhất thị trường, chiếm 64% thị phần trên HOSE, giúp thu hút các doanh nghiệp lựa chọn TCB làm đơn vị tư vấn phát hành và phân phối trái phiếu.

Trong khi đó, tại cuối Q3/20, tín dụng doanh nghiệp nhỏ và vừa (SME) và tín dụng cá nhân tăng trưởng 2,4% svck và 3% svck, tuy nhiên lại giảm lần lượt 4,4% và 2,9% so với đầu năm do tác động tiêu cực của dịch Covid-19 lên hoạt động kinh

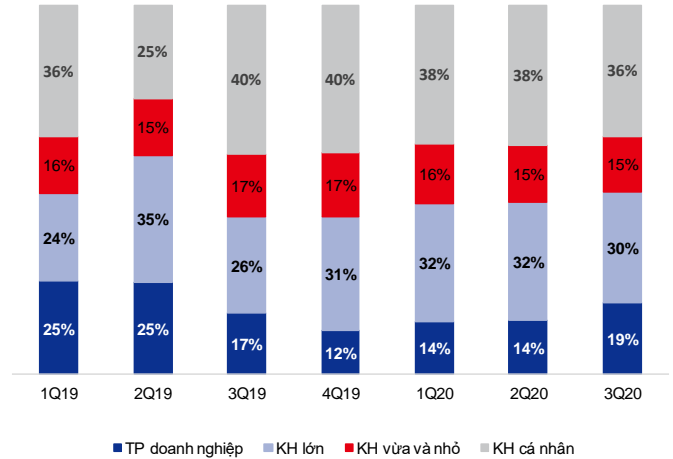
doanh và thu nhập người dân, đồng thời mặc dù chiến lược tăng trưởng tín dụng của TCB là tập trung vào hỗ trợ khách hàng nhưng vẫn duy trì tuân thủ các điều kiện cho vay.

**Hình 3: Tăng trưởng tín dụng 9T20 đến từ phân khúc bán buôn...**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 4: ... giúp nâng tỷ lệ tín dụng mảng bán buôn lên 49% tổng dư nợ tín dụng tại cuối Q3/20 từ mức 43% tại cuối 2019**



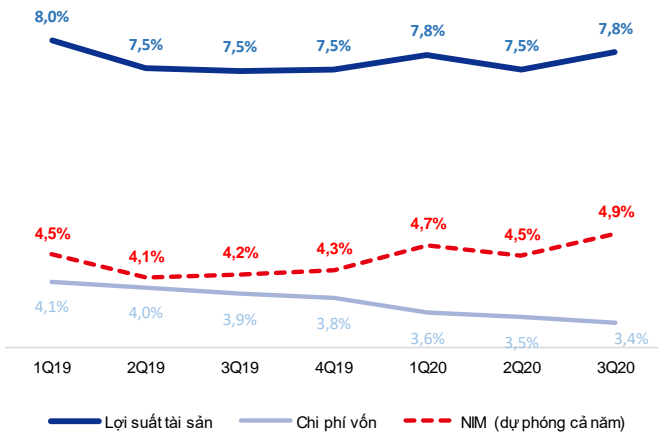
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### ... phân khúc bán lẻ thúc đẩy NIM tăng trưởng trong 9T20 ➤

NIM (quy đổi cả năm) Q3/20 đạt mức kỷ lục là 4,9%, tăng 67 điểm cơ bản svck (+36 điểm cơ bản so với quý trước) nhờ vào lợi suất tài sản tăng 29 điểm cơ bản svck và chi phí vốn (COF) giảm 47 điểm cơ bản svck.

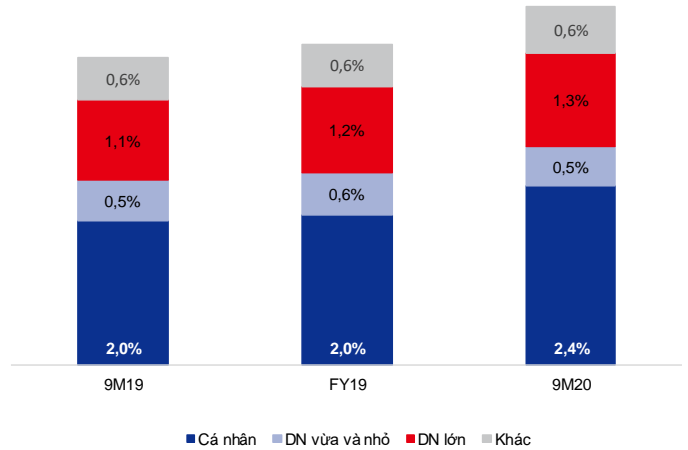
- NIM từ phân khúc vay cá nhân tăng lên mức 2,4% trong 9T20 từ mức 2% trong 9T19, là động lực chính thúc đẩy cải thiện NIM. Trong khi cho vay cá nhân tăng 3% svck, chiếm 36% dư nợ tín dụng cuối Q3/20 (so với 40% dư nợ tín dụng cuối Q3/19), NII của phân khúc này tăng 40,1% svck, đóng góp tới 50% tổng NII của TCB trong 9T20 so với 47% trong 9T19. Thu nhập lãi thuần từ phân khúc cá nhân đóng góp phần chính trong mức tăng lợi suất tài sản 29 điểm cơ bản svck. Vì khách hàng doanh nghiệp có nhiều cơ hội để thương lượng mức lãi suất cho vay thấp hơn so với khách hàng cá nhân, và tỷ trọng dư nợ được tái cơ cấu của phân khúc doanh nghiệp cũng cao hơn mảng cá nhân, TCB tiếp tục ghi nhận mức lợi suất cao hơn đến từ hoạt động cho vay cá nhân. Ngoài ra, vì 80% khách hàng cá nhân của TCB là khách hàng có thu nhập khá và cao nên dịch Covid-19 ảnh hưởng không đáng kể đến hoạt động cho vay cá nhân của TCB.
- Chi phí vốn (dự báo cả năm) của TCB đang trong xu hướng giảm, chạm mức thấp nhất là 3,4% trong Q3/20. Trong khi tăng trưởng tỷ lệ CASA là động lực chính, việc lãi suất huy động giảm 140-180 điểm cơ bản từ lần cắt giảm đầu tiên trong tháng 3 cũng góp phần làm giảm chi phí vốn. CASA tăng lên mức 38,6% cuối Q3/20 từ mức 32,9% cuối 2019 (Q3/19: 28,7%), chủ yếu nhờ vào tỷ lệ CASA phân khúc bán lẻ duy trì xu hướng tăng và đã tăng trưởng 64,9% svck (+32,6% từ đầu năm), đóng góp tới 63% tổng CASA cuối Q3/20 (so với 57,3% cuối 2019). Chúng tôi tin rằng các chương trình Ngân hàng điện tử (E-banking) dành cho khách hàng cá nhân, như: hoàn tiền 1%, hoàn phí thanh toán qua E-banking, miễn phí giao dịch, và ưu đãi lãi suất tiền gửi, đã và đang hoạt động rất hiệu quả. Số lượng khách hàng cá nhân sử dụng E-banking tăng lên mức 3,5 triệu cuối Q3/20 so với 2,4 triệu cuối Q3/19 (cuối 2019: 2,7 triệu) và giao dịch thông qua E-banking tăng 40,2% từ đầu năm, chiếm 77% trong tổng số 333 triệu giao dịch trong 9T20 so với 68% trong tổng số 269 triệu giao dịch trong năm 2019.

Hình 5: NIM ghi nhận mức cao nhất trong 9T20...



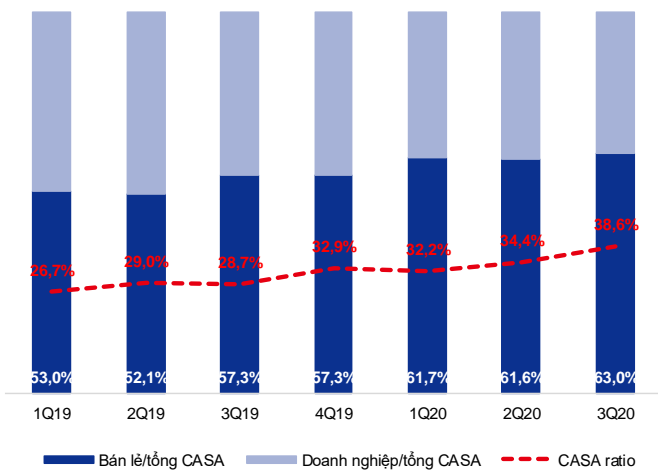
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: ...nhờ tăng trưởng NIM từ mảng cho vay cá nhân và...



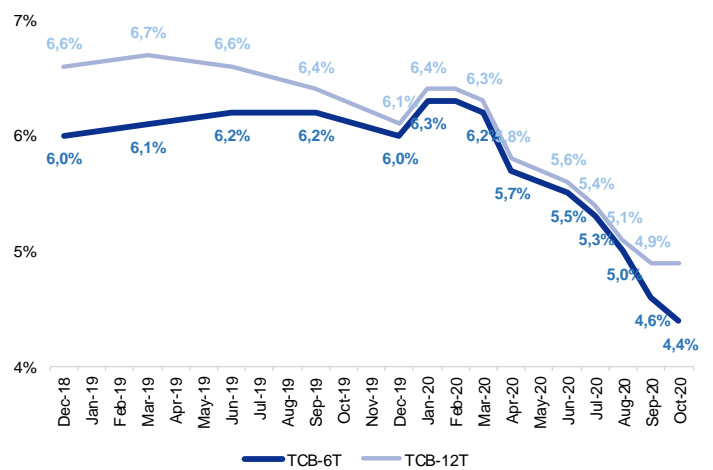
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: ... CASA từ phân khúc bán lẻ tăng đều, gia tăng đóng góp trong sự tăng trưởng CASA của TCB



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Lãi suất huy động đã giảm 140-180 điểm cơ bản từ lần cắt giảm lãi suất điều hành đầu tiên vào tháng 3/2020

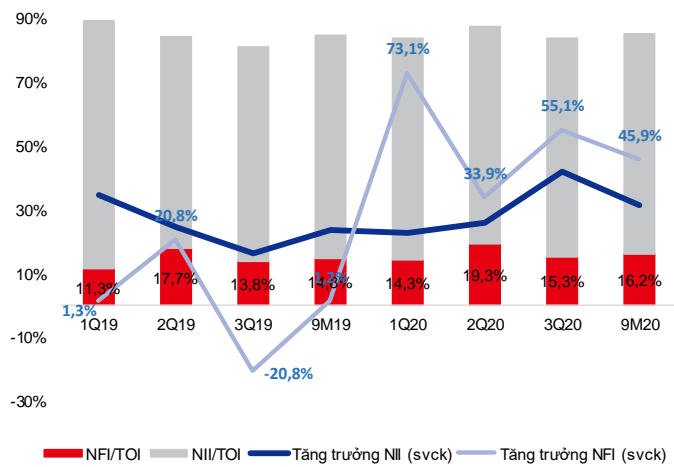


NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### NFI 9T20 duy trì mức đóng góp cao trong TOI nhờ vào thu nhập từ trái phiếu và các dịch vụ liên quan ➤

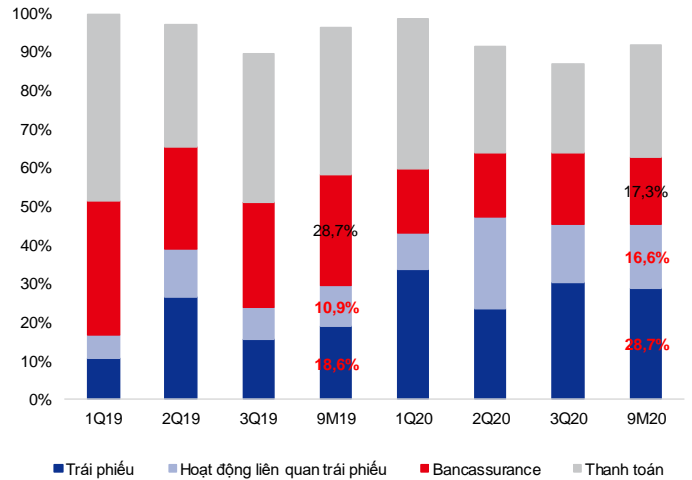
Thu nhập phí thuần (NFI) tăng 45,9% svck trong 9T20, chiếm 16,2% tổng thu nhập hoạt động (TOI) so với mức 14,8% trong 9T19. Phí từ vụ bảo lãnh phát hành trái phiếu và các dịch vụ có liên quan, bao gồm phí đại lý và môi giới, tăng mạnh 132,1% svck trong 9T20, tăng mức đóng góp lên tới 45,3% NFI trong 9T20 (so với 29,5% trong 9T19). Bên cạnh đó, thu nhập từ hoạt động thanh toán tăng 14,5% svck, chiếm 29% NFI trong 9T20. Sự tăng trưởng thu nhập từ mảng trái phiếu và thanh toán đã bù đắp rất nhiều cho sự sụt giảm 8,7% svck thu nhập từ bancassurance, mảng đóng góp 17,3% NFI trong 9T20 so với mức 28,7% 9T19.

**Hình 9: Tăng trưởng từ NFI cao hơn giúp gia tăng tỷ trọng đóng góp từ TN phi ròng trong TOI 9T20 nhờ...**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 10: ...thu nhập từ dịch vụ trái phiếu doanh nghiệp và các hoạt động liên quan đã tăng 132,1% svck trong 9T20**



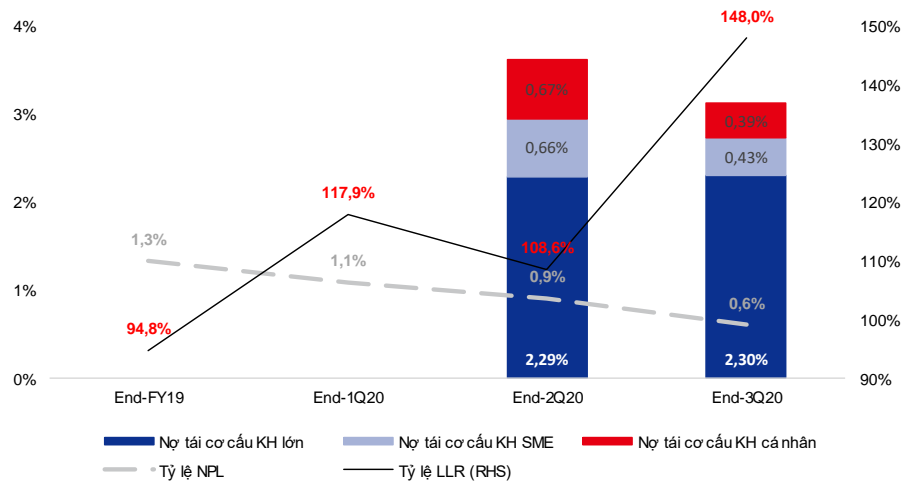
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Nợ xấu được kiểm soát nhờ tích cực trích lập dự phòng ➤

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) giảm mạnh xuống 0,6% vào cuối Q3/20 từ mức 0,9% cuối Q2/20 (cuối 2019: 1,3%), mức thấp nhất trong ngành, trong khi đó tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) tăng mạnh lên mức 148% cuối Q3/20 từ mức 108,6% cuối Q2/20 (cuối 2019: 94,8%), chỉ thấp hơn mức 215,1% cuối Q3/20 của Vietcombank, nhờ TCB tăng trích lập dự phòng 271% svck trong 9T20 và gia tăng tỷ lệ xóa nợ lên 1,8% trong 9T20 từ mức 0,1% trong 2019.

Trong khi đó, các khoản nợ tái cơ cấu giảm 14,2% so với quý trước xuống còn 7,2 nghìn tỷ đồng cuối Q3/20 từ mức 8,4 nghìn đồng tỷ cuối Q2/20, được đóng góp bởi mức sụt giảm lần lượt là 530 tỷ đồng và 650 tỷ đồng từ các khoản vay SME và các khoản vay cá nhân. Cuối Q3/20, các khoản vay được cơ cấu lại chiếm 3,1% tổng dư nợ cho vay, thấp hơn mức 3,6% cuối Q2/20, nhờ vào việc ngân hàng nhận định sớm và chủ động các biện pháp hỗ trợ khách hàng.

**Hình 11: Nợ xấu được kiểm soát giữa dịch Covid-19**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



## Triển vọng: Chúng tôi điều chỉnh tăng 1,8%-3% dự phóng EPS giai đoạn 2021-22 ➔

**Hình 12: Các thay đổi trong dự phóng (Tỷ đồng)**

Báo cáo KQKD	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	
Thu nhập lãi ròng	19.070	21.986	19.634	22.311	3,0%	1,5%	Chúng tôi nâng dự phóng NII cho năm 2021/22 lên 3%/1,5% so với dự báo trước đó khi chúng tôi điều chỉnh tăng 13/7 điểm cơ bản trong dự phóng NIM 2021/22. Chúng tôi kỳ vọng rằng chính sách tiền tệ sẽ vẫn duy trì nới lỏng trong năm 2021 giúp giảm lãi suất huy động, và cải thiện hơn nữa tỷ lệ CASA, sẽ giúp ngân hàng cải thiện chi phí vốn. Ngoài ra, tiềm năng phục hồi của nền kinh tế dẫn đến gia tăng nhu cầu vay mua nhà, sản phẩm cho vay có lợi suất tài sản cao và là phân khúc mà TCB có lợi thế cạnh tranh.
Thu nhập ngoài lãi	9.586	10.801	9.770	11.041	1,9%	2,2%	
Thu nhập HĐKD	28.657	32.787	29.404	33.352	2,6%	1,7%	
Chi phí HĐKD	10.030	11.148	10.291	11.340	2,6%	1,7%	
Lợi nhuận trước dự phòng	18.627	21.640	19.113	22.012	2,6%	1,7%	
Chi phí dự phòng	2.884	3.445	3.089	3.313	7,1%	-3,8%	Hiện tại, chúng tôi kỳ vọng chi phí tín dụng là 1,1% cho 2020/21 và 1% cho năm 2022 so với mức 0,9%/1% cho năm 2020/21 và 1,1% cho năm 2022 ở dự báo trước. Dựa trên KQKD 9T/20, chúng tôi cho rằng TCB sẽ tiếp tục kiểm soát chặt chẽ nợ xấu trong năm 2021. Dự phóng chi phí tín dụng thấp hơn cho năm 2022 dựa trên giả định nền kinh tế phục hồi, kỳ vọng trong năm 2021, sẽ hạn chế sự gia tăng nợ xấu.
Lợi nhuận trước thuế	15.743	18.195	16.024	18.700	1,8%	2,8%	
Lợi nhuận ròng	12.443	14.352	12.665	14.780	1,8%	3,0%	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tr)	3.500	3.500	3.500	3.500	0,0%	0,0%	
EPS (VND/cp)	3.542	4.086	3.606	4.208	1,8%	3,0%	Chúng tôi tăng dự phóng EPS 1,8%/3% cho năm 2021/2022 dựa trên giả định tỷ lệ NIM cao hơn.

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Định giá

Chúng tôi tiếp tục đánh giá Khả quan đối với cổ phiếu TCB với mức giá mục tiêu 29.300 đồng, cao hơn báo cáo trước do thay đổi cơ sở định giá sang P/BV 2021. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá thu nhập thặng dư (chi phí vốn: 13,7%, tăng trưởng dài hạn: 4%) và P/BV 2021 1,2 lần, tỷ trọng tương đương.

**Hình 13: Tính toán giá mục tiêu dựa trên các giả định của chúng tôi**

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Định giá (VND/cp)	Tỷ lệ đóng góp (VND/cp)
Thu nhập thặng dư (RI)	50%	29.286	14.643
Hệ số P/BV dự phóng 2021 ở mức 1,2x	50%	29.233	14.617
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			29.260
<b>Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)</b>			<b>29.300</b>

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 14: Định giá thu nhập thặng dư**

Các giả định chính	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Chi phí vốn chủ sở hữu (VCSH)	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
Tăng trưởng dài hạn						4,0%
(Tỷ đồng)						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	61.782					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 n	11.922					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm	28.802					
Giá trị VCSH	102.506					
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	3.500,1					
<b>Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)</b>	<b>29.286</b>					

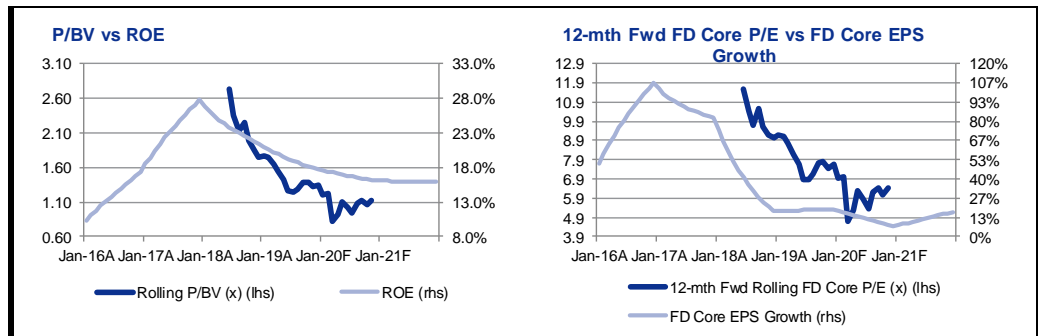
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 15: So sánh với các Ngân hàng trong khu vực**

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/B (x)	P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE (%)		
			(tiền nội tệ)	(tiền nội tệ)			triệu USD	FY20F		FY21F	FY20F	FY21F
China Merchants Bank	3968 HK	KHẢ QUAN	48	45	161.120	1,5	1,4	10,1	8,8	14,0%	16,1%	16,5%
Bank Rakyat Indonesia	BBRI IJ	KHẢ QUAN	4.000	3.900	34.819	2,6	2,3	23,3	15,7	4,7%	10,7%	15,6%
Bank Mandiri	BMRI IJ	KHẢ QUAN	6.250	7.400	20.583	1,6	1,5	17,2	11,0	8,4%	8,9%	14,0%
BDO Unibank Inc	BDO PM	KHẢ QUAN	93	135	8.455	1,1	1,0	14,2	12,8	1,7%	7,9%	8,2%
Hong Leong Bank	HLBK MK	KHẢ QUAN	16	17	8.591	1,3	1,1	14,1	12,9	7,1%	9,3%	9,1%
BIMB Holdings	BIMB MK	KÉM KHẢ QUAN	3	3	1.500	1,0	0,9	10,2	10,3	-7,2%	9,9%	9,2%
Vietcombank	VCB VN	TRUNG LẬP	86.900	89.200	13.907	3,4	2,8	17,2	13,2	16,6%	21,2%	23,1%
Ngân hàng TMCP Quân Đội	MBB VN	KHẢ QUAN	19.300	22.900	2.309	1,1	0,9	6,2	5,4	13,3%	20,0%	18,9%
Ngân hàng TMCP VN Thịnh Vượng	VPB VN	KHẢ QUAN	24.500	28.000	2.577	1,1	0,9	6,1	5,3	17,8%	20,7%	19,5%
Ngân hàng TMCP Á Châu	ACB VN	KHẢ QUAN	26.500	28.200	2.472	1,7	1,4	7,8	7,3	4,3%	20,8%	20,6%
<b>Trung bình</b>						<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>12,6</b>	<b>10,3</b>	<b>8,1%</b>	<b>14,6%</b>	<b>15,5%</b>
<b>Techcombank</b>	<b>TCB VN</b>	<b>KHẢ QUAN</b>	<b>23.000</b>	<b>29.300</b>	<b>3.474</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>7,5</b>	<b>6,5</b>	<b>13,6%</b>	<b>16,0%</b>	<b>15,8%</b>

GIÁ TẠI NGÀY 16 THÁNG 11 2020  
NGUỒN: CGS-CIMB RESEARCH, VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH



### Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần	11.127	14.258	17.124	19.634	22.311
Thu nhập ngoài lãi	7.223	6.810	8.138	9.770	11.041
<b>Lợi nhuận HĐKD</b>	<b>18.350</b>	<b>21.068</b>	<b>25.262</b>	<b>29.404</b>	<b>33.352</b>
Tổng chi phí ngoài lãi	(5.843)	(7.313)	(8.842)	(10.291)	(11.340)
<b>Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng</b>	<b>12.507</b>	<b>13.756</b>	<b>16.420</b>	<b>19.113</b>	<b>22.012</b>
Chi phí ngoài lãi	(1.846)	(917)	(2.732)	(3.089)	(3.313)
<b>Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng</b>	<b>10.661</b>	<b>12.838</b>	<b>13.688</b>	<b>16.024</b>	<b>18.700</b>
Tổng chi phí dự phòng	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận HĐKD sau dự phòng</b>	<b>10.661</b>	<b>12.838</b>	<b>13.688</b>	<b>16.024</b>	<b>18.700</b>
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận HĐKD trước thuế</b>	<b>10.661</b>	<b>12.838</b>	<b>13.688</b>	<b>16.024</b>	<b>18.700</b>
Chi phí/lãi ngoài HĐKD					
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>10.661</b>	<b>12.838</b>	<b>13.688</b>	<b>16.024</b>	<b>18.700</b>
Các khoản đặc biệt	(2.187)	(2.612)	(2.738)	(3.205)	(3.740)
LNTT sau các khoản đặc biệt					
Chi phí thuế					
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>8.474</b>	<b>10.226</b>	<b>10.951</b>	<b>12.819</b>	<b>14.960</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(11)	(151)	(131)	(154)	(180)
Cổ tức ưu đãi	0	0	0	0	0
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận ròng sau thuế</b>	<b>8.463</b>	<b>10.075</b>	<b>10.819</b>	<b>12.665</b>	<b>14.780</b>
Lợi nhuận thường xuyên	8.433	10.039	10.781	12.621	14.728

### Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tỉ lệ cho vay trên tiền gửi khách hàng	79%	100%	101%	102%	102%
Tỉ lệ trung bình cho vay trên trung bình tiền gửi	86%	90%	100%	101%	102%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản	40,4%	39,1%	34,4%	34,0%	33,5%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản sinh lãi	43,0%	41,8%	36,8%	36,2%	35,5%
Tỉ lệ cho vay khách hàng trên tài sản	49,0%	59,3%	59,8%	60,7%	61,5%
Tỉ lệ cho vay khách hàng trên tiền gửi	62,6%	73,4%	74,7%	76,2%	77,2%
Tỉ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng trên dư nợ cho vay	33,8%	28,0%	29,1%	29,6%	30,2%
Tỷ lệ tài sản chịu rủi ro	121%	120%	121%	122%	123%
Dự phòng trên trung bình cho vay khách hàng	1,15%	0,47%	1,12%	1,11%	1,03%
Dự phòng trên trung bình tài sản	0,63%	0,26%	0,67%	0,68%	0,64%
Tổng xóa nợ trên trung bình tài sản	0,40%	0,12%	0,72%	0,60%	0,55%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

### Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tổng cho vay khách hàng	195.499	278.792	312.489	358.424	410.607
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	94.434	76.402	84.653	94.382	106.310
Các tài sản sinh lãi	10.555	3.192	3.288	3.551	3.906
<b>Tổng tài sản sinh lãi thuần</b>	<b>300.488</b>	<b>358.387</b>	<b>400.430</b>	<b>456.357</b>	<b>520.824</b>
Tổng dự phòng	(2.734)	(3.223)	(3.027)	(3.356)	(3.816)
<b>Tổng tài sản sinh lãi</b>	<b>297.754</b>	<b>355.164</b>	<b>397.403</b>	<b>453.002</b>	<b>517.008</b>
Tài sản vô hình	931	2.414	2.583	2.764	2.958
Các tài sản không sinh lãi khác	19.698	21.301	22.792	24.387	26.094
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>20.629</b>	<b>23.715</b>	<b>25.375</b>	<b>27.151</b>	<b>29.052</b>
<b>Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao dịch</b>	<b>2.606</b>	<b>4.821</b>	<b>5.158</b>	<b>5.519</b>	<b>5.905</b>
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
<b>Tổng tài sản</b>	<b>320.989</b>	<b>383.699</b>	<b>427.936</b>	<b>485.672</b>	<b>551.965</b>
Tiền gửi có lãi của khách hàng	214.592	248.757	275.073	312.850	359.777
Tiền gửi của ngân hàng	36.426	61.267	67.393	74.133	80.063
Các khoản tiền gửi có lãi khác	6.335	434	434	434	434
<b>Tổng các khoản tiền gửi có lãi</b>	<b>257.353</b>	<b>310.458</b>	<b>342.900</b>	<b>387.417</b>	<b>440.275</b>
Tổng các khoản nợ không có lãi	11.853	11.169	12.012	12.413	10.888
<b>Tổng nợ</b>	<b>269.206</b>	<b>321.627</b>	<b>354.913</b>	<b>399.829</b>	<b>451.163</b>
<b>Vốn đầu tư của chủ sở hữu</b>	<b>51.713</b>	<b>61.782</b>	<b>72.601</b>	<b>85.267</b>	<b>100.047</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	69	291	422	576	755
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>51.783</b>	<b>62.073</b>	<b>73.023</b>	<b>85.843</b>	<b>100.802</b>

### Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	12,3%	14,8%	19,9%	16,4%	13,4%
Tăng trưởng LNHĐKD	7,4%	10,0%	19,4%	16,4%	15,2%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	32,7%	20,4%	6,6%	17,1%	16,7%
Thu nhập lãi/tổng lợi nhuận	60,6%	67,7%	67,8%	66,8%	66,9%
Chi phí vốn	4,06%	3,79%	3,43%	3,51%	3,63%
Lợi tức tài sản sinh lãi	7,63%	7,59%	7,47%	7,58%	7,65%
Chênh lệch lãi suất	3,57%	3,80%	4,04%	4,06%	4,01%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	5,98%	6,59%	7,02%	7,15%	7,09%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình RWA)	3,52%	3,36%	3,50%	3,54%	3,51%
Dự phòng trên lãi từ HĐKD trước dự phòng	14,8%	6,7%	16,6%	16,2%	15,0%
Lợi tức lãi suất trên trung bình tài sản	3,77%	4,05%	4,22%	4,30%	4,30%
Thuế suất hiệu dụng	20,5%	20,3%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỉ lệ chia cổ tức	NA	NA	NA	NA	NA
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	2,87%	2,86%	2,67%	2,77%	2,85%

### Các nhân tố chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng cho vay (%)	-0,6%	44,3%	12,1%	15,3%	15,1%
Tỉ lệ lãi cận biên (%)	4,0%	4,3%	4,5%	4,6%	4,6%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	-2,6%	-5,7%	19,5%	20,1%	13,0%
Tỉ lệ chi phí trên lãi	31,8%	34,7%	35,0%	35,0%	34,0%
Tỉ lệ nợ xấu	1,0%	0,8%	0,4%	0,4%	0,4%
Trích lập dự phòng (%)	85,1%	94,8%	139,5%	156,4%	156,7%
Hệ số biên lợi nhuận gộp (%)	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Tỉ lệ vốn cấp I (%)	12,5%	12,6%	13,3%	13,8%	14,2%
CAR (%)	14,3%	14,3%	15,2%	15,5%	15,8%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	17,8%	14,8%	11,0%	14,0%	15,0%
LDR (%)	78,1%	98,4%	99,6%	100,7%	100,8%
Tỉ lệ nợ xấu thuần (%)	1,8%	1,3%	0,8%	0,6%	0,6%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ	-7,2%	-8,0%	22,0%	22,0%	20,0%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

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 -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

**Trần Khánh Hiền – Phó Giám đốc Khối Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Đặng Bảo Ngọc – Chuyên viên Khối Phân tích**

Email: [ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn](mailto:ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>