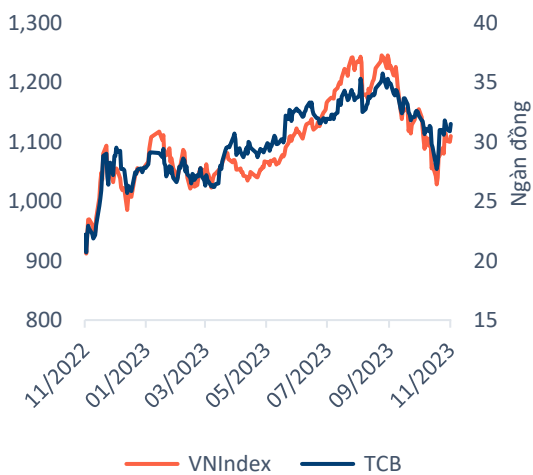


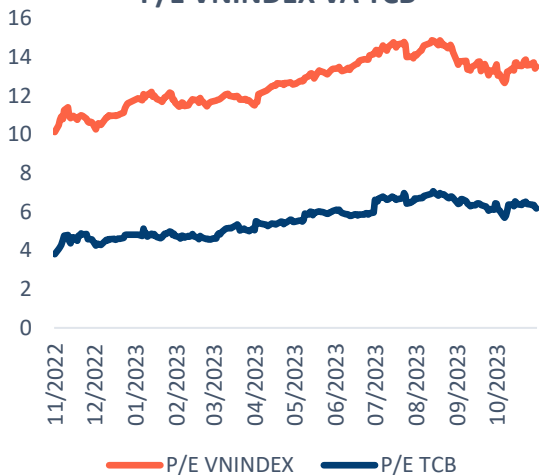
Thông tin cổ phiếu (01/12/2023)

Giá hiện tại	29,750 VND
Giá mục tiêu	42,950 VND
Giá cao nhất 52 tuần	36,150 VND
Giá thấp nhất 52 tuần	25,400 VND
KLGD TB 10 ngày	3,278,060 CP
SL CPLH	3,523 Triệu CP
Tỷ lệ SHNN	22.46%
Vốn hóa TT	104,795 Tỷ VND
BVPS	35,744
Beta (2 năm)	1.11

DIỄN BIẾN GIÁ TCB VÀ VNINDEX



P/E VNINDEX VÀ TCB



Luận điểm đầu tư:

TCB đang được giao dịch ở mức P/B là 0.83 lần, đây là mức giá hấp dẫn đối với một ngân hàng thuộc топ đầu ngành, có tỷ lệ CAR, CASA và NIM cao, tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng tiền gửi ở mức tốt. Vì vậy chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB) với mức giá mục tiêu 42,950 đồng/cp, upside 44.37% so với giá 29,750 đồng/cp tại ngày 01/12/2023. Chúng tôi thể hiện quan điểm lạc quan trong năm 2024 đối với cổ phiếu TCB bởi:

- 1) Trong bối cảnh cầu tín dụng của nền kinh tế suy yếu, chỉ đạt 6.92% trong 9T/2023, TCB vẫn duy trì tăng trưởng tín dụng tốt ở mức 13.4% so với đầu năm nhờ vào cho vay khách hàng doanh nghiệp ở mảng BĐS, xây dựng & VLXD (ReCoM).
- 2) CASA phục hồi khi mặt bằng lãi suất suy giảm và giữ được CASA ở mức tốt ở khách hàng doanh nghiệp như BĐS và FMCG nhờ chiến lược dựa vào 3 trụ cột chính của Techcombank.
- 3) Mặc dù NIM vẫn có khả năng tiếp tục giảm trong Q4/2023, tuy nhiên đà giảm của NIM có xu hướng chậm lại và có thể phục hồi nhẹ trong năm 2024.

Rủi ro giảm giá:

- 1) Việc giảm tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn (SFL) xuống mức 30% theo thông tư 08/2020/TT-NHNN áp dụng từ tháng 10/2023, đã gây áp lực về thanh khoản cho TCB khi tỷ lệ SFL của ngân hàng này ở Q1/2023 đạt mức 33.5% và đã giảm mạnh về 30.5% tại Q3/2023.
- 2) Lãi suất của FED neo cao hoặc tăng mạnh hơn dự kiến ảnh hưởng tới chính sách tiền tệ của Việt Nam. Cụ thể tỷ giá USD/VND ở ngày 01/12 đạt mức 23,923 sẽ ảnh hưởng tới CoF của TCB khi ngân hàng này vay interbank chủ yếu bằng USD từ đó cản trở đà phục hồi của NIM trong năm 2024.
- 3) Thị trường BĐS vẫn có khả năng phục hồi chậm hơn dự kiến với khoảng 1,200 dự án trị giá 30 tỷ USD đang bị vướng mắc, trong khi đó lực cầu chỉ bằng 30% so với giai đoạn trước khi khó khăn. Điều đó dẫn đến rủi ro nợ xấu tăng cao và chất lượng tín dụng giảm sút vì hơn 70% cho vay KHDN của TCB đến từ ReCoM.

Cập nhật KQKD:

9 tháng đầu năm 2023 thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự của TCB đạt 42,262.78 tỷ đồng tăng 30.03% so với cùng kỳ năm 2022 (YoY), tuy nhiên thu nhập lãi thuần (NII) giảm 14.39% YoY và tổng thu nhập hoạt động giảm 6.84% YoY. Nợ xấu gia tăng mạnh từ mức 0.85% ở Q1/2023 lên 1.36% ở Q3/2023 đồng thời gây áp lực lên chi phí dự phòng rủi ro của ngân hàng khi chi phí dự phòng rủi ro trong 9 tháng đầu năm là 2,286.77 tỷ đồng tăng 83.67% YoY. Mặc dù CASA của TCB giảm mạnh so với 2022 tuy nhiên vẫn duy trì ở top 2 ngành ngân hàng, cụ thể quý 2 và quý 3/2023 lần lượt TCB đạt mốc 32.84% và 32.01% so với con số 43.38% và 42.47% ở cùng kỳ năm 2022. NIM vẫn tiếp tục giảm từ 4.73% ở Q1/2023 xuống còn 4.12% ở Q3/2023.

TÓM TẮT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH Q3/2023

Đv: tỷ VND	Q3/2023	Q3/2022	+/-% YoY	Chú thích
Thu nhập lãi thuần	7,272	7,566	-3.88%	Nguyên nhân chính dẫn đến sự sụt giảm trong thu nhập lãi thuần đến từ chi phí huy động tăng mạnh trong bối cảnh lãi suất neo cao.
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	2,256	2,020	+11.66%	Thu nhập hoạt động dịch vụ tăng nhờ đa dạng hóa sản phẩm đặc biệt là mảng L/C, mảng thanh toán và tiền mặt ghi nhận mức tăng trưởng là 64.33% YoY bù đắp cho sự sụt giảm của mảng bảo hiểm giảm 62.81% YoY.
Tổng thu nhập hoạt động	10,419	10,236	+1.79%	
Chi phí hoạt động	(3,631)	(2,911)	+24.72%	Chi phí hoạt động tăng cao chủ yếu do đầu tư trang thiết bị, hạ tầng, và chi phí marketing cho các sản phẩm dịch vụ mới.
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(945)	(609)	+55.10%	Chi phí dự phòng tăng lên nhằm dự phòng nợ xấu trong Q3/2023. Đồng thời cũng mở ra cơ hội hoàn nhập dự phòng trong tương lai.
LNST	4,669	5,368	-13.02%	
Tăng trưởng tín dụng	15.85%	27.88%		Tăng trưởng tín dụng trong Q3/2023 đạt mức 15.85% so với cùng kỳ trong đó đóng góp chính đến từ cho vay các doanh nghiệp BĐS, xây dựng & VLXD. Hạn mức tín dụng của NHNN cấp cho TCB trong năm nay được dự báo ở mức 14.1%.

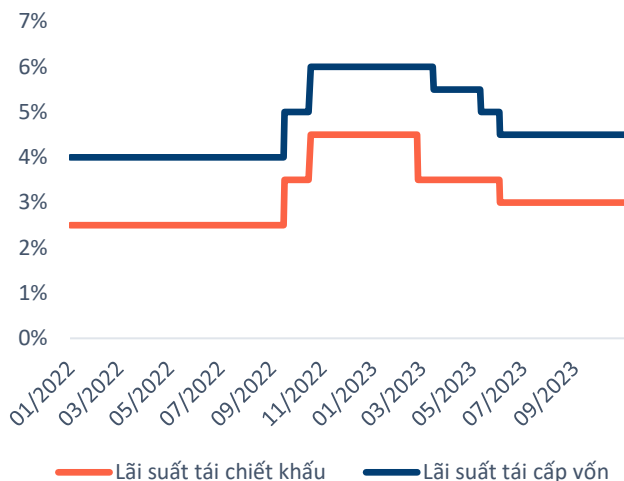
Tăng trưởng tiền gửi	28.26%	0.8%	Mặt bằng lãi suất huy động đã giảm gần 2% từ đầu năm. Tiền gửi của khách hàng có kỳ hạn tăng 20.15% so với đầu năm (YTD) trong khi đó tiền gửi không kỳ hạn tăng 6.38% YTD.
NPL	1.36%	0.65%	Xu hướng gia tăng nợ xấu trong ngành ngân hàng không loại trừ TCB khi tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng này tăng từ mức 1.07% ở Q2/2023 lên 1.36% ở Q3/2023. Cần chú ý mặc dù nợ xấu ở nhóm 2 giảm 31.57% YTD tuy nhiên nợ nhóm 3 tăng mạnh, tăng 166.93% YTD.
CASA	32.01%	42.47%	Tỷ lệ CASA của ngành ngân hàng nói chung và tỷ lệ CASA của TCB nói riêng ghi nhận mức sụt giảm lớn so với cùng kỳ. Tỷ lệ CASA của TCB giảm từ mức 42.47% ở Q3/2022 xuống mức 30.52% ở Q1/2023 trước khi hồi phục lên mức 32.01% ở Q3/2023 và vẫn chưa thấy sự phục hồi rõ rệt. Tỷ lệ CASA của MBB ở mức 33.59%, cao top 1 ngành ngân hàng.
LDR	116.27%	128.73%	Các năm gần đây chỉ số LDR của TCB ở mức rất cao dễ gây ra tình trạng thiếu hụt thanh khoản cho chính ngân hàng này. Nguyên nhân chính đến từ việc tăng trưởng huy động chậm so với tăng trưởng tín dụng. Bên cạnh đó TCB cho vay BĐS với tỷ trọng lớn là các kỳ hạn dài trong khi huy động ở các kỳ hạn ngắn.
NIM	4.12%	5.47%	So với Q3/2022, ở Q3/2023 NIM của TCB giảm rõ rệt nguyên nhân đến từ chi phí huy động giá cao và hỗ trợ lãi suất cho vay trong bối cảnh nền kinh tế khó khăn. Sự đẩy mạnh trọng việc cho vay KHDN cũng ảnh hưởng tới NIM.

CHÍNH SÁCH VĨ MÔ

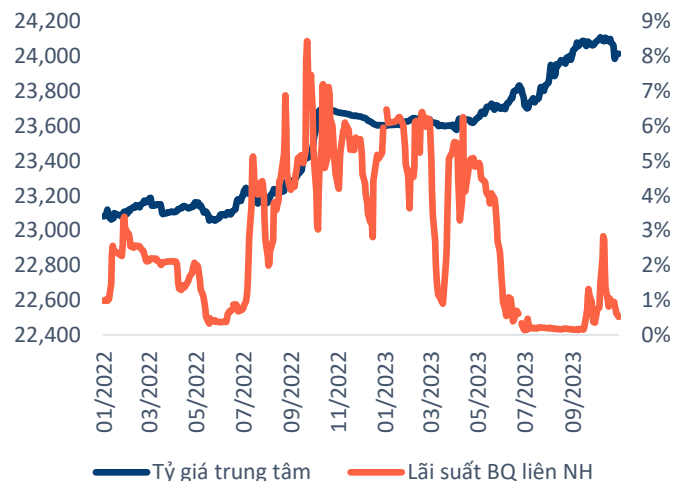
Mặt bằng lãi suất điều hành

Kể từ Q1/2023, NHNN đã “trợ lực” bằng việc giảm lãi suất điều hành 4 lần liên tiếp. Cụ thể bắt đầu từ Q1/2023 lãi suất tái chiết khấu ở mức 4.5% giảm xuống còn 3.0% tại cuối tháng 10/2023, bên cạnh đó lãi suất tái cấp vốn cũng giảm từ 6.0% xuống còn 4.5%. Từ đó chi phí vốn đầu vào của toàn hệ thống ngân hàng được giảm và bớt áp lực lên biên lãi ròng (NIM). Mặc dù tỷ giá USD/VND tiếp tục chịu áp lực việc FED giữ lãi suất ở mức cao, tuy nhiên với việc cân cân thương mại thặng dư tính đến hết tháng 9/2023 đạt 21.64 tỷ USD cộng với FDI 10 tháng đầu năm nay đạt 25.76 tỷ USD (+14.7% YoY) NHNN sẽ có dư địa trong việc ổn định tỷ giá. Bên cạnh đó với lạm phát cơ bản 9T/2023 ở mức 4.49% tương đối ổn định, chúng tôi kỳ vọng nền lãi suất vẫn còn có khả năng tiếp tục thấp trong vòng 06 tháng tới.

Lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn



Tỷ giá trung tâm và lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: Fiinpro, FNS Research

Tỷ giá hối đoái gây áp lực lên Cost of Fund (COF)

Trong giai đoạn từ 13/07/2023 đến ngày 14/11/2023, USD Index đóng cửa ở mức 104.06 tăng tương ứng 4.3%, nguyên nhân chính đến từ quyết tâm chống lạm phát của FED, ngoài ra lợi suất trái phiếu kho bạc của Mỹ kỳ hạn 10 năm đạt mức 4.99% vào ngày 19/10/2023. Do vậy chi phí vốn của TCB sẽ bị ảnh hưởng vì 50% nguồn vốn interbank vay chủ yếu bằng USD. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng DXY sẽ đạt đỉnh quanh mốc 107.00 ở tháng 10, và lợi suất trái phiếu chính phủ Mỹ đạt đỉnh ở mức 5% với lý do đến từ kỳ vọng dừng tăng lãi suất của FED và chính sách tiền tệ có thể được nới lỏng hơn trong năm 2024.

Các chính sách ảnh hưởng với ngành Ngân hàng và Bất động sản

- 1) Hỗ trợ tổ chức tín dụng: TT02, TT03, TT06, Dự thảo sửa đổi bổ sung của Thông tư số 41/2016
- 2) Hỗ trợ thị trường BĐS: NĐ 8, NĐ 10, NQ 33

Bảng tóm tắt

Chính sách	Nội dung chính	Tác động
TT03/2023	<p>Tổ chức tín dụng được mua lại trái phiếu (TP) doanh nghiệp chưa niêm yết khi thỏa mãn các điều kiện sau:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Đáp ứng các quy định tại Điều 4 Thông tư số 16/2021/TT-NHNN 2. Bên mua TPDN thanh toán toàn bộ số tiền mua TPDN 3. DN phát hành TP được xếp hạng ở mức cao nhất 	<p>Đây là một biện pháp tạm thời nhằm tạo ra thanh khoản cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp khi cho phép tổ chức tín dụng được mua lại trái phiếu doanh nghiệp chưa niêm yết. Làm giảm áp lực tâm lý tiêu cực từ việc mua trái phiếu doanh nghiệp từ đó gián tiếp hỗ trợ các doanh nghiệp nắm giữ lượng trái phiếu lớn như TCB, MBB, VPB, TPB.</p>
TT06/2023	<p>Bổ sung phương án sử dụng vốn với các khoản vay</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Thêm các phương án, dự án nhà ở, xây dựng, chuyển nhượng quyền sử dụng đất 2. Điều kiện cho vay thắt chặt <p>Những nhu cầu vốn không được cho vay</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Để trả nợ các khoản cấp tín dụng tại chính tổ chức tín dụng cho vay 2. Để gửi tiền 3. Để thanh toán tiền góp vốn, mua, chuyển nhượng cổ phần của công ty chưa niêm yết 	<p>Hạn chế trường hợp vay ở thị trường liên ngân hàng và gửi tiền ở thị trường dân cư, bên cạnh đó cũng hạn chế trường hợp tăng vốn ảo ở công ty chưa niêm yết. Thắt chặt quy định cho vay hơn để hạn chế các trường hợp đảo nợ tại các TCTD.</p> <p>Thắt chặt quy trình làm hồ sơ cho vay đối với khách hàng vay mua nhà, gây ảnh hưởng trực tiếp đến tăng trưởng tín dụng của ngân hàng.</p>
TT 08/2020	<p>Từ ngày 01/10/2023 tỷ lệ nguồn vốn cho vay trung và dài hạn xuống mức 30% từ mức 34%</p>	<p>Làm chậm quá trình giảm lãi suất cho các kì hạn dài hạn.</p> <p>Mặc dù trong dài hạn sẽ đưa cơ cấu cho vay về mức an toàn hơn, tuy nhiên gây áp lực ngắn hạn lên thanh khoản cho các Ngân hàng có chỉ số này trên 30%. Bên cạnh đó sẽ làm chậm quá trình giảm lãi suất cho các kì hạn dài.</p>
NĐ 08	<p>Cho phép doanh nghiệp phát TP được đàm phán với trái chủ để gia hạn thêm thời hạn lên tối đa 2 năm nếu được trái chủ đồng ý.</p> <p>Doanh nghiệp BĐS có thể mang BĐS để thay thế cho nghĩa vụ tiền nếu thỏa thuận được</p>	<p>Giảm áp lực thanh toán TP đến hạn cho doanh nghiệp BĐS.</p> <p>Mở ra nhiều phương thức thanh toán TP đến hạn.</p>
NĐ 10	<p>Thu hồi đất đối với trường hợp chấm dứt hoạt động của dự án</p> <p>Bổ sung điều kiện cấp sổ hồng cho BĐS nghỉ dưỡng</p>	<p>Tránh lãng phí nguồn cung sử dụng đất.</p> <p>Hỗ trợ pháp lý cho dự án BĐS nghỉ dưỡng.</p>
NQ 33	<p>Giao nhiệm vụ cho NHNN điều chỉnh HSRR</p>	<p>Thúc đẩy tăng trưởng tín dụng cho ngân hàng, tạo điều kiện cho doanh nghiệp BĐS tiếp cận</p>

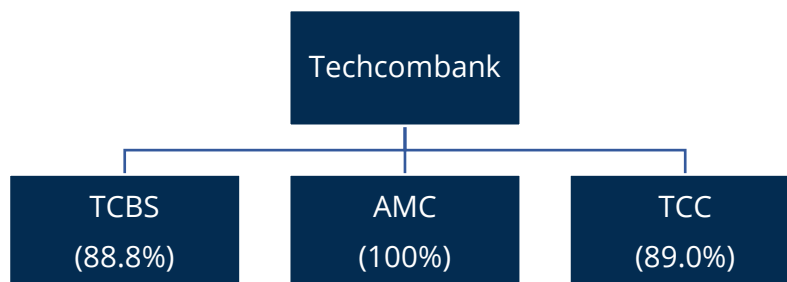
<p>Khuyến khích NHTM giảm lãi suất cho vay, hướng dẫn TCTD gia hạn nợ, giữ nhóm nợ</p> <p>Phối hợp với NHNN triển khai gói tín dụng 120,000 tỷ đồng cho nhà ở xã hội</p> <p>TCTD nên tạo điều kiện thuận lợi cho chủ đầu tư, người mua nhà tiếp cận nguồn vốn tín dụng</p>	<p>vốn.</p> <p>Giữ nhóm nợ giúp làm giảm áp lực trích lập dự phòng.</p> <p>Giúp cân bằng giữa nhà ở phân khúc cao cấp và nhà ở xã hội.</p>
--	--

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử và sơ đồ tổ chức

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Kỹ thương Việt Nam Techcombank - TCB được thành lập vào năm 1993 và trở thành công ty đại chúng vào năm 2007. Ngày 04/06/2018, TCB chính thức giao dịch trên Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Techcombank hiện đang có 3 công ty con bao gồm TechcomSecurities (TCBS) (88.8%), Techcombank Assets Management CO., LTD (AMC) (100%), TechcomCapital (TCC) (89.0%).

Cơ cấu và tỷ lệ sở hữu của Techcombank tại các công ty con (31/12/2022)



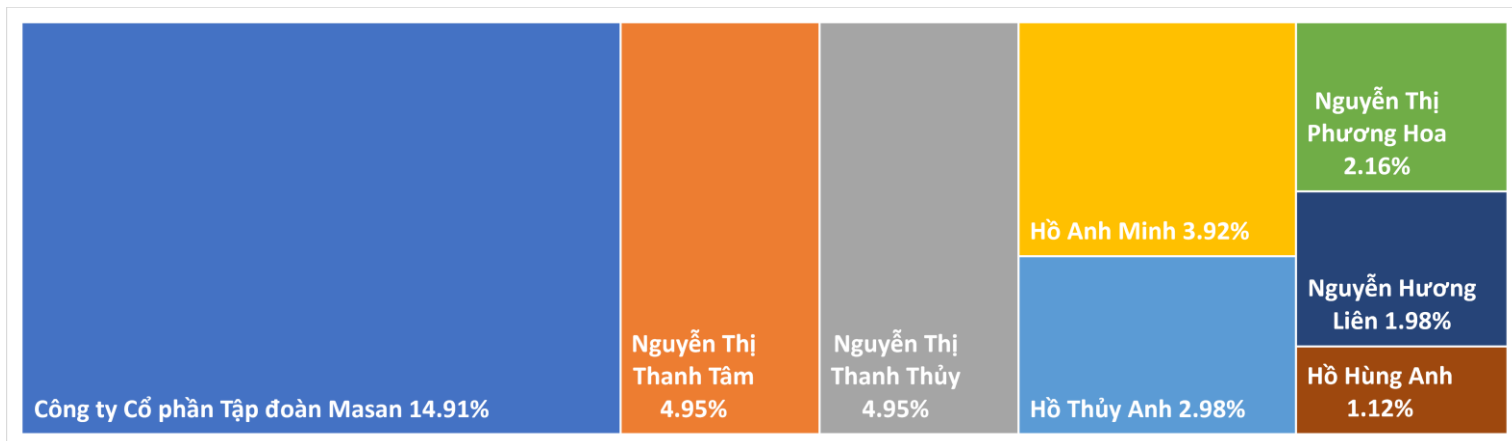
Nguồn: TCB, FNS Research

Chiến lược kinh doanh

Techcombank tiếp cận khách hàng theo hệ sinh thái thông qua cho vay các doanh nghiệp lớn ở mảng BĐS, xây dựng & VLXD (ReCoM), ngoài ra ngân hàng này cũng đa dạng tệp khách hàng khi mở rộng sang các doanh nghiệp bên mảng FMCG như tiêu dùng nhanh bán lẻ và logistics bằng cách đơn giản hóa giao dịch doanh nghiệp, tối ưu hóa dòng tiền nhàn rỗi và dễ dàng tiếp cận nguồn vốn tín dụng. Sau đó là tiếp cận tệp khách hàng cá nhân bằng trải nghiệm ngân hàng số siêu cá nhân. Chúng tôi đánh giá mặc dù trong ngắn hạn TCB có thể bị ảnh hưởng tiêu cực bởi những khó khăn trên thị trường BĐS nhưng có thể hưởng lợi trong trung và dài hạn khi ngân hàng duy trì quản trị rủi ro hiệu quả. Ngoài ra, TCB mở rộng tệp khách hàng cả về quy mô và tốc độ, thông qua đẩy mạnh trải nghiệm số mạnh mẽ hơn nữa khi kết hợp với Masan kiến tạo hệ sinh thái “tất cả trong một” WINLife. Mục tiêu mở

rong tập khách hàng ngoài 4 lĩnh vực kinh doanh trọng điểm, hướng vào các lĩnh vực du lịch và nghỉ dưỡng, công nghiệp ô tô và các doanh nghiệp đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI.

Cơ cấu cổ đông (23/11/2023)



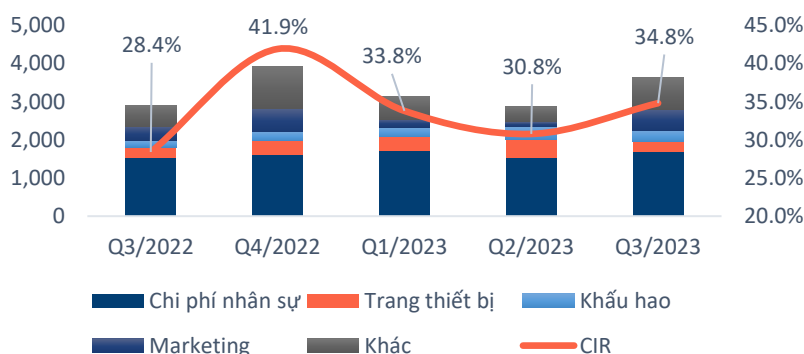
Nguồn: Fireant, FNS Research

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Quản lý chi phí (CIR)

Với lãi suất huy động luôn ở mức cao trong cuối năm 2022 và đầu năm 2023 gây khó khăn chung cho ngành ngân hàng. Để hạn chế bất tác động xấu từ vĩ mô, TCB đã tối ưu hóa chi phí bằng cách giảm bớt khoản chi phí lớn nhất của ngân hàng này là chi phí nhân viên (so với 9T/2022 thu nhập bình quân giảm từ 39 triệu đồng/tháng xuống còn 38 triệu đồng/tháng, số lượng nhân sự giảm từ 12,047 nhân viên xuống còn 11,724 nhân viên). Mặc dù chiến lược số hóa của TCB được đẩy mạnh nhưng các chi phí như Marketing cho hoạt động tiếp thị và chi phí khác đều tăng mạnh trong Q3/2023, tăng lần lượt là 47.85% và 48.29% YoY. Do đó tỷ lệ CIR tăng từ mức 30.8% ở Q2/2023 lên 34.8% ở Q3/2023. Với việc chi phí khấu hao tăng lên rõ rệt so với 2022 do đầu tư mạnh vào hạ tầng công nghệ trong thời gian qua, chúng tôi kỳ vọng CIR của ngân hàng này duy trì ở mức dưới 32% trong các quý tới khi hết khấu hao và hưởng lợi từ nền tảng công nghệ.

Chi phí hoạt động



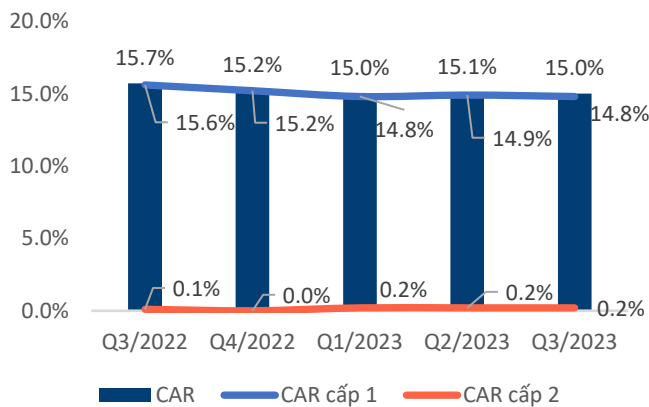
Nguồn: TCB, FNS Research

Hệ số an toàn vốn (CAR) duy trì ở mức cao

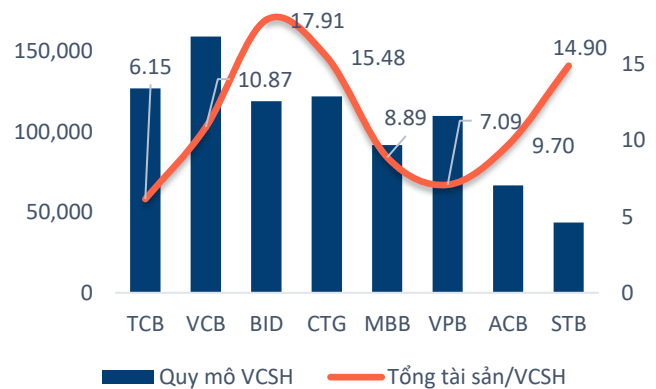
Hệ số an toàn vốn (CAR) của TCB tại Q3/2023 ở mức 15% là một mức cao trong số các ngân hàng niêm yết, khi so với một số ngân hàng có cùng quy mô điển hình như VPB và ACB lần lượt đạt mức 13.8% và 12.8%. Đây là một tấm đệm phòng vệ cho ngân hàng trước rủi ro tín dụng, rủi ro thị trường và rủi ro hoạt động đặc biệt là bối cảnh thị trường bất động sản và thị trường trái phiếu khó khăn. Hơn thế nữa với việc chỉ số CAR > 10% theo thông tư số 41 (Basel II) của NHNN cho phép ngân hàng này thoải mái hơn trong việc tăng trưởng tín dụng khi chỉ mới được phân bổ 14.1% room tăng trưởng tín dụng.

Tại Q3/2023 tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của TCB ở mức 5.26 lần, thuộc dạng thấp so với những ngân hàng có cùng quy mô như MBB (7.69 lần), VPB (6.25 lần), ACB (9.09 lần) và ở mức an toàn theo xếp hạng của Moody's.

Tỷ lệ an toàn vốn



So sánh quy mô VCSH và tỷ lệ A/E ở Q3/2023



Nguồn: Fiinpro, FNS Research

Nợ xấu NPL trong ngắn hạn tăng cao đặc biệt là nợ nhóm 3

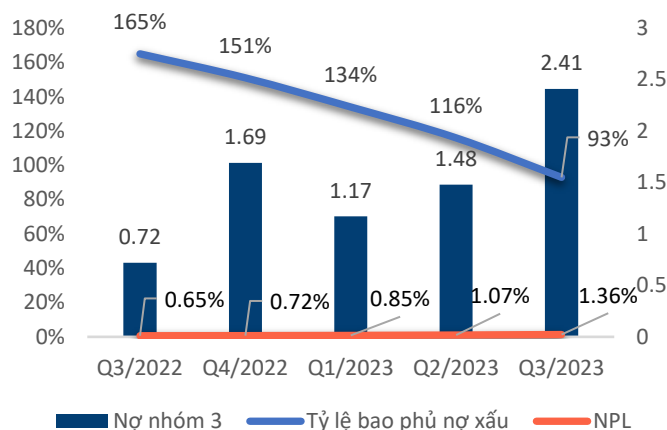
Xu hướng nợ xấu của ngân hàng TCB tiếp tục tăng từ mức 1.07% cuối Q2/2023 lên mức 1.36% cuối Q3/2023 theo xu hướng chung của ngành ngân hàng tuy nhiên vẫn thấp hơn trung bình ngành là 2.21%. Cần chú ý là TCB cho vay hoạt động kinh doanh BĐS chiếm 23.99% tổng dư nợ cho vay và trái phiếu doanh nghiệp chiếm 9% trong cơ cấu tín dụng vì vậy trong điều kiện thị trường BĐS hồi phục, áp lực nợ xấu của TCB sẽ giảm bớt.

Một điểm sáng là tỷ lệ nợ cần chú ý (nợ nhóm 2) đã giảm trong Q3/2023 về 1.29% trong Q3/2023 so với con số 2.12% ở đầu năm. Tuy nhiên điểm cần lưu ý là nợ dưới tiêu chuẩn (nợ nhóm 3) tăng mạnh tương ứng với 166.9% so với đầu năm từ 901.59 tỷ đồng lên 2,406.6 tỷ đồng. Trong đó chủ yếu phát sinh đến từ KHCN khi chiếm tới 75%, và KHDN vừa và nhỏ chiếm 25% trong khi đó KHDN lớn hầu như không phát sinh nợ xấu.

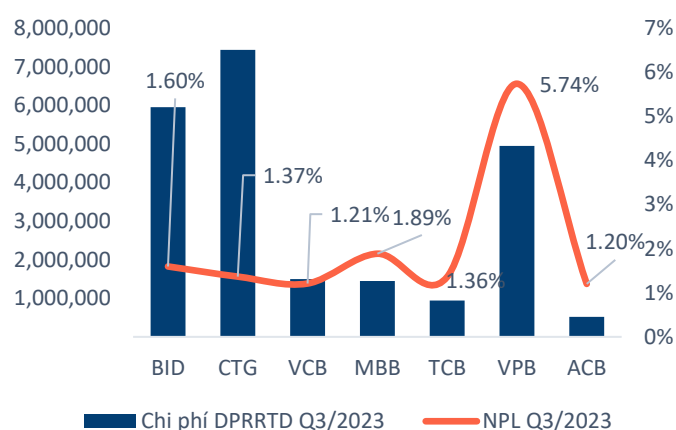
Ngoài ra, TCB đặc biệt cho vay hoạt động kinh doanh BĐS, xây dựng và VLXD (theo ước tính chiếm 71% dư nợ tín dụng KHDN), khi lĩnh vực này đang gặp khó khăn kể từ cuối năm 2022 dẫn đến chất lượng tài sản của TCB suy giảm nhẹ, chúng tôi cho rằng áp lực vẫn còn trong nửa cuối năm 2023 đến

từ rủi ro pháp lý, thanh khoản của thị trường bất động sản. Bên cạnh đó nợ xấu bán lẻ gia tăng và ảnh hưởng xếp loại khách hàng trên CIC cũng góp phần đưa mức nợ xấu lên. Một điểm tích cực cho ngân hàng là tỷ lệ tài sản đảm bảo bằng bất động sản/tổng thể chấp ở mức 0.49 lần ở Q3/2023, giảm từ mức 0.66 ở cùng kì, từ đó dự phòng cụ thể sẽ bớt bị ảnh hưởng bởi giá BĐS.

NPL và LLR



NPL và Chi phí DPRRTD



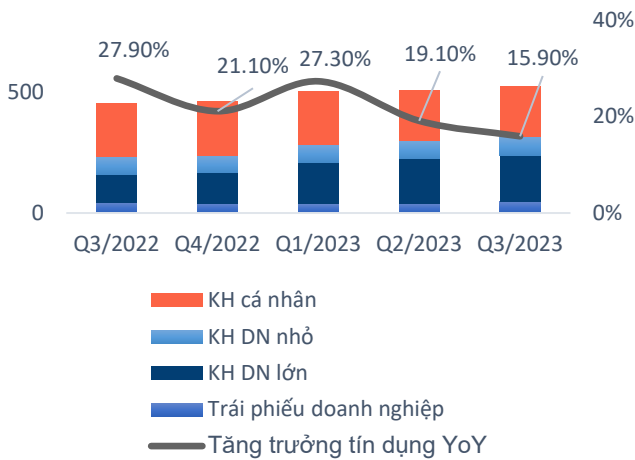
Nguồn: Fiinpro, BCTC, FNS Research

Tăng trưởng tín dụng khả quan bất chấp khó khăn chung của toàn ngành

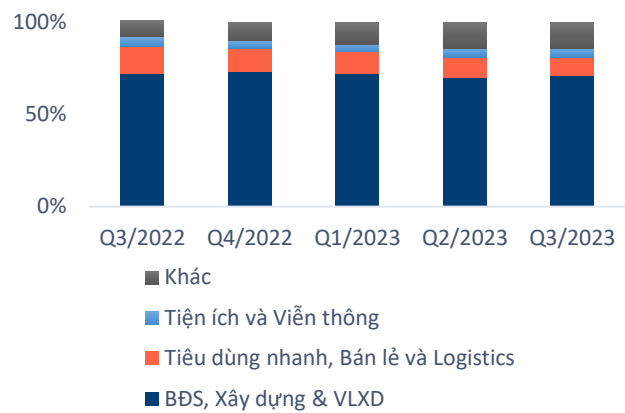
Cơ cấu tín dụng của TCB bao gồm 2 mảng chính đến từ cho vay các tổ chức kinh tế (57.40%) và cho vay khách hàng cá nhân (42.60%) ở Q3/2023. Trong tín dụng khách hàng doanh nghiệp, ReCom chiếm tỷ trọng lớn nhất với 71% tại Q3/2023 kế tiếp là các doanh nghiệp tiêu dùng nhanh, bán lẻ và Logistics chiếm 10%. Ở chiều cho vay khách hàng cá nhân, vay mua nhà chiếm tỷ trọng lớn nhất lên tới 79%. Tăng trưởng tín dụng của TCB đến cuối Q3/2023 đạt mức 13.4% so với đầu năm (theo số liệu của NHNN thì tăng trưởng tín dụng của TCB đạt 11.4%) so với 6.9% tăng trưởng tín dụng của trung bình ngành. Đặc biệt, ở phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn và khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ tăng trưởng lần lượt là 53.6% và 7.2% so với đầu năm, bù đắp cho sự sụt giảm ở mảng cho vay khách hàng cá nhân (giảm 7.5% so với đầu năm). Bên cạnh đó tăng trưởng cho vay mua nhà thứ cấp tăng trưởng 10% YoY.

Tính tới hết Q3/2023 Tecombank được cấp 14.1% room tín dụng. Hơn thế nữa trong Q3/2023 doanh nghiệp đạt mức CAR ở mốc 15%, chúng tôi kỳ vọng TCB tiếp tục được NHNN nới room tín dụng lên mức 15% cho cả năm 2023 và tăng trưởng tín dụng có thể đạt mức 18.77% trong năm 2024. Với chính sách Flexible Pricing nhằm hỗ trợ khách hàng và việc giảm lãi suất điều hành của NHNN, chúng tôi nhận thấy đây là một cơ hội để đẩy mạnh trong việc tăng trưởng tín dụng trong cuối năm 2023 và năm 2024.

Cơ cấu tín dụng theo phân khúc

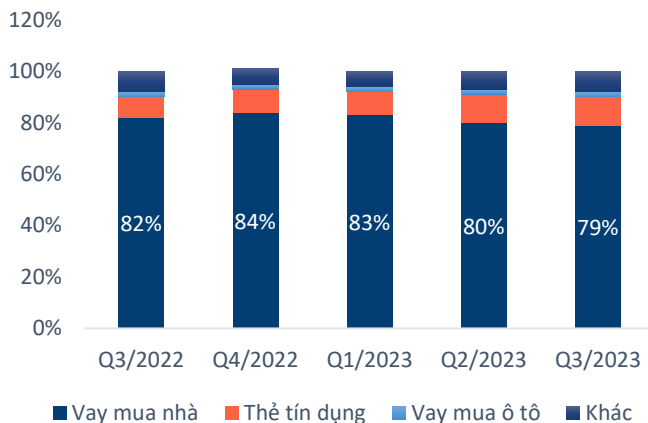


Tín dụng KHDN theo lĩnh vực

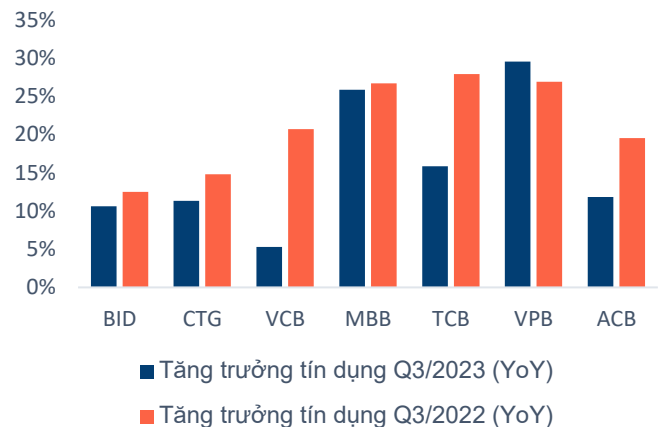


Nguồn: TCB, FNS Research

Cho vay cá nhân theo sản phẩm



Tăng trưởng tín dụng

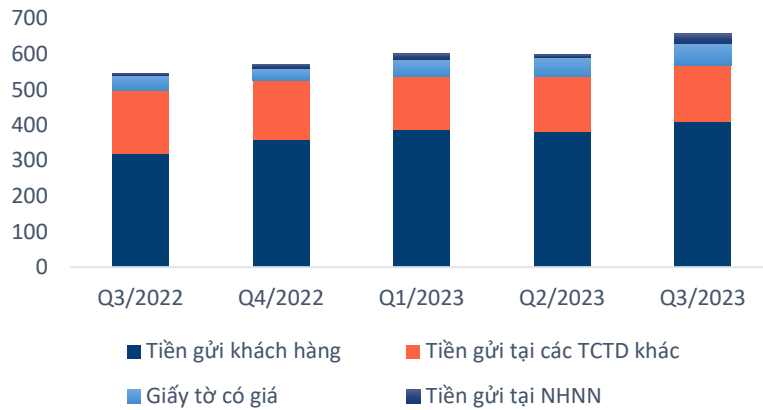


Nguồn: TCB, Fintrade, FNS Research

Huy động

Huy động tiền gửi của TCB đến từ 2 nguồn chính đó là tiền gửi khách hàng (chiếm 65%) và tiền gửi và vay các TCTD khác (chiếm 25%). Trong đó tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác giảm 5.4%, ngược lại tiền gửi khách hàng tăng 14.1% so với đầu năm. Dù tiền gửi khách hàng vẫn luôn chiếm tỷ trọng lớn trong việc huy động, TCB cũng đặt mục tiêu duy trì tỷ lệ tài trợ dài hạn ổn định từ các thị trường liên ngân hàng. Ngoài ra TCB không còn chú trọng vô huy động từ phát hành giấy tờ có giá.

Cơ cấu vốn

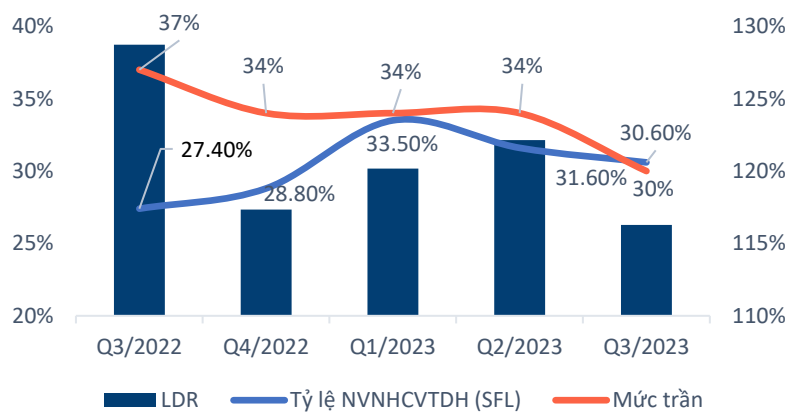


Nguồn: TCB, FNS Research

Tỷ lệ dư nợ tín dụng trên tổng huy động (LDR) cần phải chú ý

Trong suốt năm 2021, 2022 và 9 tháng đầu năm 2023, tỷ lệ (pure) LDR của TCB luôn ở trên mức 100%. Cụ thể (pure) LDR ở Q3/2023 đạt mức 116.3% cho thấy ngân hàng đang hiệu quả trong việc cho vay tuy nhiên với bối cảnh khó khăn chung hiện nay sẽ dẫn đến tình trạng thiếu hụt về mặt thanh khoản. Bên cạnh đó, việc giảm tỷ lệ Nguồn vốn cho vay trung và dài hạn (SFL) xuống mức 30% theo thông tư 08/2020/TT-NHNN có hiệu lực từ tháng 10/2023, sẽ gây tác động lớn đến TCB. Cụ thể trong BCTC Q1/2023 tổng nợ phải trả ở kì hạn 1-5 năm của TCB đạt mức 86,369.52 tỷ đồng nhưng đến Q3/2023 con số này đã tăng vọt lên mức 177,056.74 tỷ đồng, trong khi đó đối với kì hạn dưới 1 tháng ở Q1/2023 ở mức 261,785.93 tỷ đồng nhưng ở Q3/2023 chỉ còn 177,645.75 tỷ đồng, điều cần chú ý ở đây là tiền gửi kì hạn dưới 1 tháng được chuyển lên kì hạn 1-5 năm. Bên cạnh đó tỷ lệ SFL của TCB vẫn ở mức 30.5% ở Q3/2023 tức là cao hơn 30% theo quy định điều có nghĩa ngân hàng này vẫn cần phải xử lý bằng cách tăng huy động thêm nguồn vốn cho vay trung và dài hạn dẫn đến sẽ ảnh hưởng tới thu nhập lãi và biên lãi thuần (NIM).

Tỷ lệ SFL, mức trần và LDR

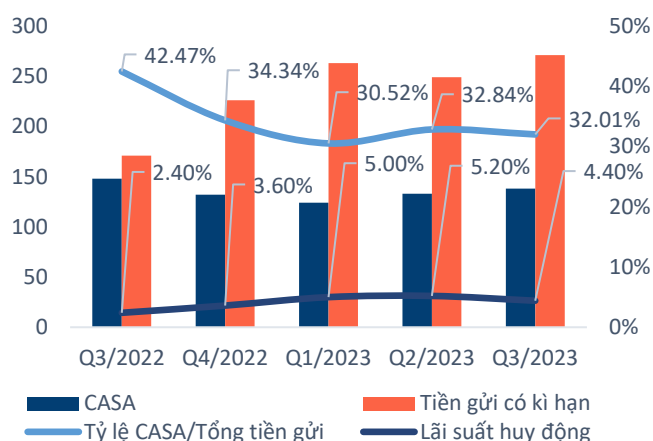


Nguồn: FiinTrade TCB, FNS Research

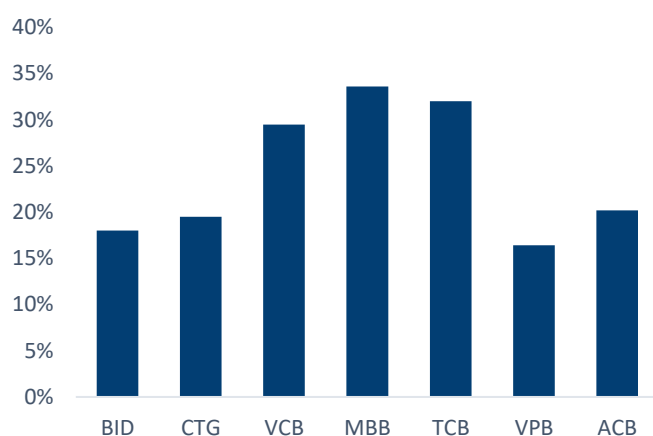
Tỷ lệ CASA sụt giảm nhưng đã có dấu hiệu phục hồi

Kể từ Q3/2022, CASA của TCB sụt giảm từ mức 42.47% xuống còn 30.52% ở Q1/2023, tuy nhiên đã phục hồi lên mức 32.01% ở Q3/2023. Lý giải cho nguyên nhân này đến từ việc nền lãi suất bắt đầu giảm khi lãi suất tái chiết khấu giảm từ mức 4.5% ở Q1/2023 xuống còn 3.0% ở cuối Q3/2023. Ngoài ra đó còn là kết quả đến từ việc chuyển đổi số khi trong 9T/2023, TCB đã thu hút thêm được 1.4 triệu khách hàng mới, con số này thậm chí còn nhiều hơn cả lượng khách mà Techcombank có được trong năm 2022 (1.2 triệu khách mới). Bên cạnh đó TCB cũng thu hút lượng CASA không chỉ ở phân khúc khách hàng cá nhân mà còn ở khách hàng doanh nghiệp điển hình như Masan, Vingroup. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng phục hồi CASA sẽ tiếp tục được duy trì các quý tiếp theo.

Cơ cấu tiền gửi và CASA



So sánh tỷ lệ CASA giữa các ngân hàng ở Q3/2023

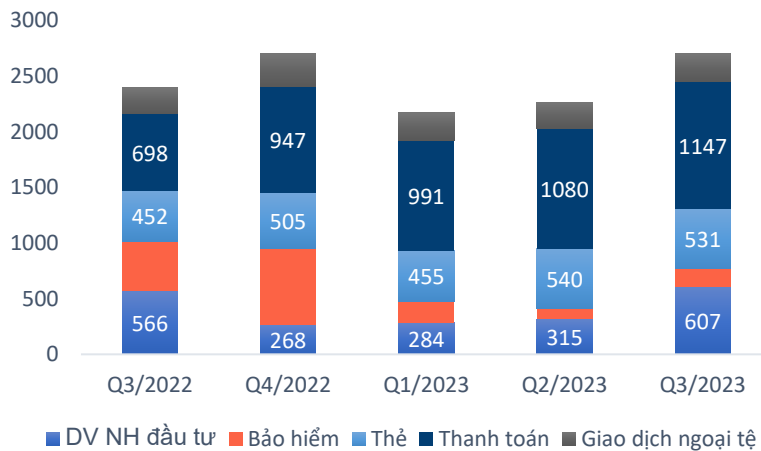


Nguồn: FiinTrade, TCB, FNS Research

Thu nhập ngoài lãi ghi nhận sự tăng trưởng

9T/2023 thu nhập từ hoạt động dịch vụ tăng trưởng 8% YoY, trong đó dịch vụ LC, thanh toán và tiền mặt tăng trưởng ấn tượng đạt mức 109%. Ở chiều ngược lại dịch vụ hợp tác bảo hiểm ghi nhận mức sụt giảm 57% nguyên nhân chính đến từ việc suy giảm niềm tin sau nhiều sự kiện kém tích cực liên quan tới hoạt động bancassurance trong ngành từ năm 2022. Bên cạnh đó dịch vụ bảo lãnh phát hành và môi giới chứng khoán cũng ghi nhận mức sụt giảm lần lượt là 51.87% và 54.12% nguyên nhân đến từ sự suy giảm và ảm đạm của thị trường chứng khoán. Mảng trái phiếu doanh nghiệp của TCBS đang chiếm 61% thị phần. Ngoài ra doanh nghiệp còn đạt được một số thành tựu như thanh toán bằng thẻ Napas qua nền tảng thương mại điện tử, qua Apple Pay, thẻ ghi nợ Visa đứng top 1. Do vậy chúng tôi kỳ vọng mảng dịch vụ LC, thanh toán, mảng thẻ tiếp tục có sự tăng trưởng trong các quý tiếp theo. Bên cạnh đó, mảng dịch vụ ngân hàng đầu tư bảo hiểm và giao dịch ngoại tệ sẽ phục hồi vào nửa cuối năm 2024 với kỳ vọng thị trường trái phiếu và chứng khoán sẽ khởi sắc.

Thu từ hoạt động dịch vụ



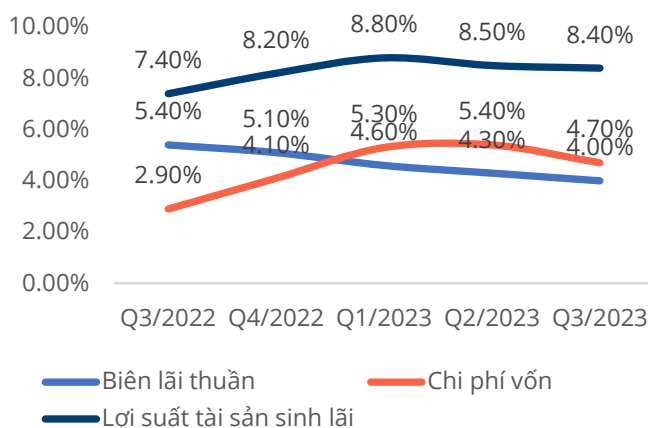
Nguồn: TCB, BCTC, FNS Research

NIM suy giảm tuy nhiên đã giảm đã chứng lại

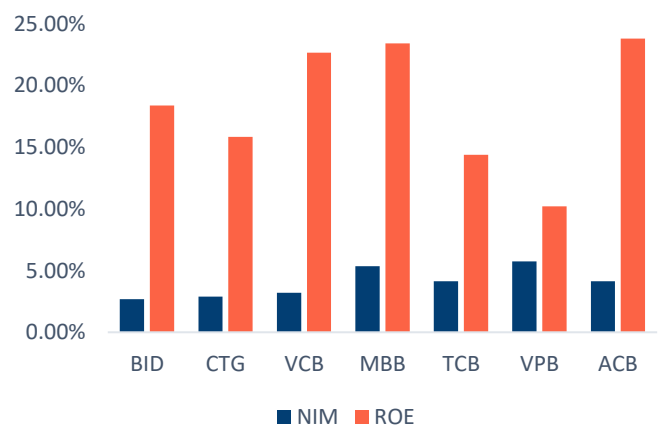
Tại Q3/2023 NIM của TCB đạt mốc 4.12% tiếp tục suy giảm từ mốc 4.34% ở Q2/2023 và thấp hơn mức 5.47% so với cùng kỳ. Do mặt bằng lãi suất huy động ở Q4/2022 và Q1/2023 ở mức 6% là một mức cao so với tiền gửi không kỳ hạn dẫn đến việc tỷ lệ CASA giảm sút, ngoài ra Techcombank sử dụng chính sách Flexible Pricing (điều chỉnh lãi suất) theo chủ trương của Chính phủ và NHNN để hỗ trợ khách hàng nhằm giữ chân khách hàng hiện tại.

Chúng tôi kỳ vọng với mặt bằng lãi suất huy động giảm kèm theo sự phục hồi của thị trường BĐS (bao gồm khách hàng cá nhân và khách hàng doanh nghiệp) trong năm 2024 sẽ là động lực chính cải thiện NIM. Do vậy chúng tôi dự báo NIM của TCB sẽ giảm nhẹ ở mức 3.9% trong Q4/2023 do vẫn chịu áp lực đến từ chi phí vốn, nguồn vốn cho vay trung và dài hạn và sẽ đạt được mức 4.5% trong năm 2024.

NIM



NIM và ROE Q3/2023



Nguồn: TCB, BCTC, FNS Research

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Sự phục hồi trong năm 2024

1) Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ đạt mức 18.77% trong năm 2024

Sự phục hồi đến từ mảng cho vay khách hàng cá nhân do lãi suất cho vay thấp và sự ấm lên của thị trường BĐS. Cụ thể ngân hàng dự báo mặt bằng lãi suất vẫn có khả năng giảm từ 0.26% - 0.35% trong Q4/2023, điều này sẽ làm mặt bằng lãi suất hấp dẫn. Ngoài ra thị trường BĐS ghi nhận sự hồi phục nhẹ, khi tính tới cuối tháng 8, có 1,721 doanh nghiệp BĐS quay lại hoạt động tăng 102% YoY, tổng lượt giao dịch BĐS Q3/2023 ghi nhận 6,000 giao dịch gấp 1.5 lần so với Q2/2023.

Bên cạnh đó TCB tiếp tục tăng trưởng trong mảng KHDN ReCom và đa dạng hóa tệp KHDN bằng cách mở rộng cho vay các doanh nghiệp trong ngành FMCG khi chiếm 10% tổng dư nợ cho vay KHDN của ngân hàng. Điều này nhằm giảm thiểu rủi ro đến từ chính thị trường BĐS.

2) CASA tiếp tục phục hồi

Với chiến lược phát triển CASA dựa trên ba trụ cột chính thứ nhất là cá nhân hóa đến từng khách hàng, thứ hai là thúc đẩy tín dụng và cuối cùng là tối ưu hóa các sản phẩm đầu tư nhằm giúp TCB tạo ra lợi thế khác biệt so với đối thủ. Tính tới hết Q3/2023, tỷ lệ CASA của Techcombank đạt mức 32.01% đứng thứ 2 toàn hệ thống ngân hàng chỉ xếp sau MBB với tỷ lệ 33.59%.

Bên cạnh đó, với việc mặt bằng lãi suất huy động của TCB có xu hướng giảm ở các kì hạn từ 6 - 36 tháng xuống 0.2% sẽ là động lực chính cho khách hàng không chuyển dịch từ tiền gửi không kì hạn sang tiền gửi có kì hạn từ đó sẽ giúp ngân hàng cải thiện CASA. Do vậy chúng tôi kì vọng tỷ lệ CASA của TCB trong năm 2024 sẽ phục hồi lên mốc 35%.

3) NIM sẽ cải thiện trong năm 2024

Chúng tôi kì vọng áp lực CoF của TCB sẽ được giảm bớt khi (1) NHNN duy trì mức lãi suất điều hành ở mức thấp để hỗ trợ nền kinh tế, cụ thể theo UOB lãi suất tái cấp vốn có thể giảm từ 4.5% xuống 3.5% (2) FED được kì vọng sẽ hạ lãi suất xuống mức 5.1% vào cuối năm 2024. Trong bối cảnh khó khăn chung của nền kinh tế khi kim ngạch xuất khẩu hàng hóa 9T/2023 đạt 259.67 tỷ USD, giảm 8.2% YoY và sự sụt giảm tổng cầu của nền kinh tế dẫn đến GDP 9T/2023 chỉ tăng 4.24% YoY. Tại thời điểm hiện tại FED có thể đã đi tới cuối chặng đường tăng lãi suất nhằm kiềm chế lạm phát, theo Ngân hàng Goldman Sachs dự đoán việc hạ lãi suất sẽ bắt đầu diễn ra vào năm 2024 điều đó sẽ giảm áp lực chi phí lãi vay interbank bằng USD của TCB. Do đó chúng tôi kì vọng NIM của TCB sẽ đạt mức 4.47% trong năm 2024.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng 3 phương pháp bao gồm P/E, P/B, và thu nhập thặng dư được chia đều tỷ trọng 33.33% cho mỗi phương pháp để định giá cổ phiếu TCB với giá mục tiêu là 42,950 đồng/cp trong 12 tháng tới. Trong đó đối với phương pháp P/B, chúng tôi kì vọng P/B của TCB trong năm 2024 ở mức 1.1 lần so với mức 1.4x lần của trung bình 5 năm. Đối với chỉ số P/E với mức trung bình của TCB quanh

mức 8.6x lần trong vòng 5 năm trở lại đây chúng tôi bày tỏ quan điểm thận trọng khi cho rằng trong năm 2024 mức P/E có thể đạt 8 lần. Đối với phương pháp thu nhập thặng dư, chúng tôi dự phóng giá 48,499 đồng trong vòng 12 tháng tới.

Định giá theo thu nhập thặng dư Residual Income

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	Terminal
Giá trị sổ sách đầu kỳ	113,424	130,968	154,060	182,919	217,636	
Giá trị sổ sách cuối kỳ	131,577	154,060	182,919	217,636	259,719	
Thu nhập thặng dư	1,086	3,446	5,750	7,278	9,436	82,322
Total PV (RI)	57,113					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	3,523					
Giá trị 1 cổ phiếu	48,499					

Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đ/cp)	Giá trị đóng góp (đ/cp)
Thu nhập thặng dư (RI)	33.33%	48,499	
P/E	33.33%	41,169	
P/B	33.33%	39,116	
Giá mục tiêu (đ/cp)			42,928
Giá mục tiêu (làm tròn, đ/cp)			42,950

P/E Trung bình



P/B Trung bình



Nguồn: Fiinpro, FNS Research

PHỤ LỤC
Báo cáo tài chính tóm tắt của TCB

Báo cáo kết quả kinh doanh (Tỷ VND)	2022	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần	30,290	27,587	33,148
Tổng thu nhập hoạt động	40,902	39,765	47,134
Tổng chi phí hoạt động	-13,398	-12,505	-15,131
LN trước dự phòng	27,504	27,260	32,003
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-1,936	-4,163	-2,632
Tổng lợi nhuận trước thuế	25,568	23,097	29,372
Chi phí thuế TNDN	-5,131	-4,711	-5,994
Lợi nhuận sau thuế	20,436	18,386	23,378
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-286	-286	-286
Lợi nhuận Cổ đông của Công ty mẹ	20,150	18,100	23,092

Chỉ số tăng trưởng (YoY)	2022	2023F	2024F
Tăng trưởng cho vay khách hàng	21.07%	14.10%	18.77%
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	13.87%	13.20%	13.50%
Tăng trưởng tổng thu nhập	10.32%	(2.78%)	18.53%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	13.45%	(8.92%)	20.15%
Tăng trưởng lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	33.61%	13.58%	15.66%
Tăng trưởng LNTT	10.41%	(9.66%)	27.17%
Giá trị sổ sách của 1 cp	31,927	35,564	41,783
EPS cơ bản	5,718	5,146	6,556

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)	2022	2023F	2024F
TỔNG TÀI SẢN	699,033	747,860	903,389
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	4,216	5,363	5,985
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	11,476	9,937	13,677
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	82,873	71,717	93,283
Chứng khoán kinh doanh	961	4,050	4,811
Cho vay khách hàng	415,752	471,891	560,389
Chứng khoán đầu tư	103,652	118,298	140,421
Tài sản cố định	8,411	9,391	10,576
Tài sản Có khác	70,517	56,055	73,060
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	699,033	747,860	903,389
Tổng nợ phải trả	585,608	616,891	749,329
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	8	5	8
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	167,563	142,879	193,761
Tiền gửi của khách hàng	358,404	405,713	460,497
Phát hành giấy tờ có giá	34,007	44,735	66,067
Các khoản nợ khác	23,775	22,701	27,819
VỐN CHỦ SỞ HỮU	113,425	130,969	154,061
Vốn và các quỹ	112,296	129,840	152,932
Vốn khác	556	556	556
Quỹ của tổ chức tín dụng	11,609	13,896	16,761
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	64,482	80,242	102,100
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,129	1,129	1,129

Các chỉ số quan trọng	2022	2023F	2024F
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR)	32.76%	31.45%	32.10%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	0.72%	1.5%	1.5%
Tỷ lệ cho vay trên tổng huy động (Pure LDR)	117.33%	118.27%	123.75%
Tỷ lệ CASA	41.26%	33.24%	37.86%
DPRRTD/CV Khách hàng và CK đầu tư	0.37%	0.70%	0.37%
Tỷ lệ tài sản sinh lời/tổng tài sản	87.05%	90.21%	89.58%
Tổng nợ trên VCSH	5.16	4.71	4.86
Biên lãi thuần (NIM)	5.36%	4.30%	4.47%
ROA	3.18%	2.50%	2.80%
ROE	19.52%	14.81%	16.20%

KHUYẾN CÁO (Miễn trừ trách nhiệm):

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng FNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của FNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ:

Phòng Nghiên cứu Phân tích & Tư vấn Đầu tư – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN FUNAN

Email: research@funan.com.vn

Website : www.funan.com.vn

TRỤ SỞ CHÍNH

Đ/c: Tầng 7 Vincom Center, 72 Lê Thánh Tôn, Phường Bến Nghé, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel : (028) 6295.9158

Fax: (028) 6295.9218

CHI NHÁNH SÀI GÒN

Đ/c: Tầng 3, số 353-353bis-355 An Dương Vương, Phường 3, Quận 5, TPHCM

Tel : (028) 6295.9138

Fax: (028) 6295.9178

CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG

Đ/c: Số 90-92 Hồ Xuân Hương, Phường Khuê Mỹ, Quận Ngũ Hành Sơn, Đà Nẵng

Tel : (0236) 377.9655

Fax: (0236) 377.9656

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Đ/c: Tầng 10, Tòa nhà HAREC, số 4A Láng Hạ, Phường Thành Công, Quận Ba Đình, Hà Nội

Tel : (024) 6283.3666

Fax: (024) 3206 8881