

13/03/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh  
linhpp@kbsec.com.vn

Tăng trưởng tín dụng tích cực hơn sau khi đi qua giai đoạn khó khăn nhất, thị trường BĐS dần có dấu hiệu hồi phục

Hạn mức tín dụng năm 2024 của TCB là 16%, chúng tôi cho rằng với những nỗ lực của ngân hàng trong năm 2023 khi hoàn thành mức room 19%, TCB sẽ tiếp tục có mức tăng trưởng tín dụng tích cực trong năm 2024. Trong kịch bản tích cực, KBSV kỳ vọng tín dụng tăng trưởng 21% YoY (+5% so với hạn mức hiện tại, đồng nghĩa với việc NHNN sẽ có thêm đợt cấp hạn mức cho các ngân hàng từ nay đến cuối năm).

2024, NIM dự kiến hồi phục nhẹ trước khi có sự bứt tốc trong năm 2025

Chúng tôi có quan điểm thận trọng về NIM của TCB sẽ hồi phục nhẹ +6bps YoY, gần như đi ngang so với năm 2023, nhưng sẽ chứng kiến sự hồi phục đáng kể trong năm 2025 do chi phí vốn (CoF) cải thiện trong khi IEA giảm nhưng với tốc độ chậm hơn. NIM năm 2025 được dự báo sẽ cải thiện đáng kể khi chính sách Flexible Pricing hết hạn.

Vĩ mô cải thiện giảm bớt áp lực lên chất lượng tài sản

Cho năm 2024, chúng tôi kỳ vọng nợ xấu của nhóm KHCN và SME sẽ tiếp tục suy giảm nối tiếp xu hướng từ quý 4/2023, trong khi nhóm WB vẫn duy trì chất lượng tài sản với NPL là 0%. Theo đó, NPL của ngân hàng dự kiến sẽ cải thiện 16 bps, về mức 1% trong năm 2024 (kịch bản cơ sở).

Khuyến nghị NĂM GIỮ, giá mục tiêu 45,200 VND/cp

Dựa vào triển vọng hồi phục, chúng tôi nâng giá mục tiêu cho năm 2024 của cổ phiếu TCB từ 41,000 lên 45,200 VND/cp. Dù vậy, sau nhịp tăng kéo dài vừa qua những yếu tố này phần nào đã được phản ánh vào giá. Với mức lợi nhuận kỳ vọng 10% so với giá tại ngày 12/03/2024, chúng tôi đưa ra khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu TCB.

## NĂM GIỮ Thay đổi

### Giá mục tiêu VND 45,200

|                             |             |
|-----------------------------|-------------|
| Tăng/giảm                   | 10%         |
| Giá mục tiêu đồng thuận     | 40,250      |
| Giá hiện tại (12/03/2024)   | 41,200      |
| Vốn hóa thị trường (tỷ VND) | 122.75/5.03 |
| VND)/triệu USD              |             |

### Dữ liệu giao dịch

|                                    |            |
|------------------------------------|------------|
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)   | 65%        |
| GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)/triệu USD | 295.6/12.1 |
| Sở hữu nước ngoài (%)              | 22.5%      |
| Cơ cấu cổ đông                     | MSN        |
|                                    | (14.96%)   |

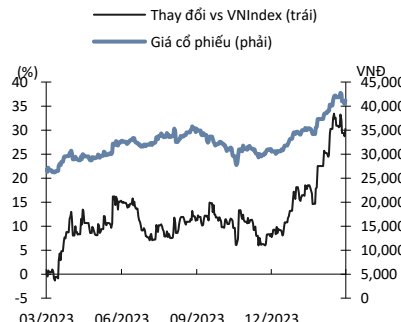
### Biến động giá cổ phiếu

| (%)       | 1M   | 3M   | 6M   | 12M  |
|-----------|------|------|------|------|
| Tuyệt đối | 10.5 | 32.7 | 16.7 | 54.0 |
| Tương đối | 6.3  | 20.2 | 16.8 | 30.2 |

### Dự phóng KQKD & định giá

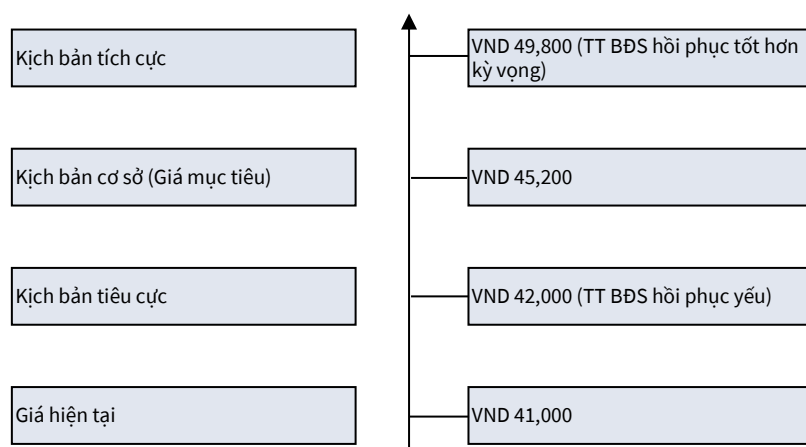
| Cuối năm tài chính          | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ VND) | 30,290 | 27,691 | 32,101 | 39,509 |
| LN trước CF DPRRTD (tỷ VND) | 27,504 | 26,809 | 29,715 | 35,188 |
| LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)  | 20,436 | 18,191 | 20,859 | 26,018 |
| EPS (đồng/cổ phiếu)         | 5,729  | 5,111  | 5,853  | 7,296  |
| Tăng trưởng EPS (%YoY)      | 11%    | -11%   | 15%    | 25%    |
| PER (x)                     | 7.7    | 8.6    | 7.5    | 6.0    |
| Giá trị sổ sách/CP (BVPS)   | 32,248 | 37,368 | 42,620 | 49,317 |
| PBR (x)                     | 1.36   | 1.18   | 1.03   | 0.89   |
| ROE (%)                     | 19.8%  | 14.8%  | 14.8%  | 16.1%  |

Nguồn: KBSV



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Quan điểm định giá



### Kịch bản cơ sở:

- 1) Tăng trưởng tín dụng 21% khi nền kinh tế dần hồi phục từ 2H2023.
- 2) NIM gần như đi ngang với năm 2023, ở mức 4.7%.
- 3) Tỷ lệ nợ xấu dần được kiểm soát, giảm về mức 1%.

### Kịch bản tích cực:

- 1) Tăng trưởng tín dụng 25% được dẫn dắt bởi sự phục hồi tích cực của thị trường BĐS.
- 2) NIM cải thiện tích cực ở mức 4.4%.
- 3) Tỷ lệ nợ xấu được kiểm soát tốt 0.9%.

### Kịch bản tiêu cực:

- 1) Tăng trưởng tín dụng 16% (thị trường BĐS vẫn cần thêm thời gian để các chính sách hỗ trợ phát huy tác dụng).
- 2) NIM tiếp tục xu hướng giảm do ảnh hưởng của chính sách Flexible pricing lớn hơn sự cải thiện CoF.
- 3) Tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh lên 1.4%.

Nguồn: KBSV

## Kết thúc năm 2023 tương đối khó khăn...

### Kết quả kinh doanh 4Q2023

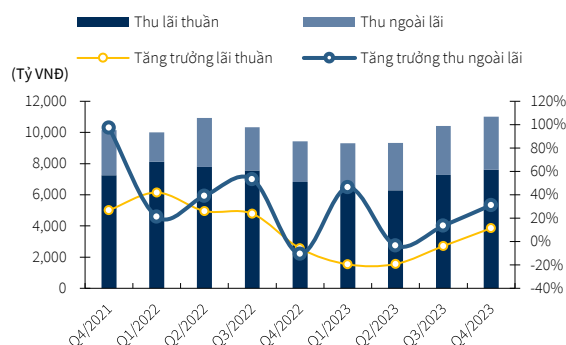
Tính đến cuối tháng 12/2023, TCB ghi nhận tăng trưởng tín dụng đạt 21.6% YoY. Quý 4/2023, TCB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 11,017 tỷ đồng (+16.9% YoY). Mức tăng trưởng ấn tượng trong quý 4 đã kìm hãm độ giảm TOI lũy kế cả năm. Chi phí dự phòng tiếp tục tăng mạnh trong quý này do quy mô tín dụng tăng cũng như để củng cố chất lượng tài sản (+136% YoY). Trong khi đó, chi phí hoạt động được kiểm soát tương đối tốt đã đưa tỷ lệ CIR về mức 33%. Do đó, ngân hàng ghi nhận LNTT quý 4/2023 đạt 5,773 tỷ đồng (+21.6% YoY), lũy kế cả năm đạt 22,888 tỷ đồng (-10.5% YoY).

**Bảng 1. Cập nhật KQKD 4Q2023**

| (tỷ VNĐ)                         | Q4/2022      | Q4/2023       | +/-%YoY        | 2022          | 2023          | +/-%YoY       | Chú thích                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|----------------------------------|--------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Thu nhập lãi thuần               | 6,819        | 7,597         | 11.4%          | 30,290        | 27,691        | -8.6%         | Thu nhập lãi thuần trong quý 4 ghi nhận tăng trưởng dương trở lại sau 3 quý giảm liên tiếp (+11.4% YoY) đến từ hoạt động tín dụng được đẩy mạnh trong giai đoạn cuối năm.                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Thu nhập ngoài lãi               | 2,608        | 3,420         | 31.1%          | 10,417        | 12,370        | 18.8%         | Thu nhập ngoài lãi có mức tăng trưởng tích cực 31.1% YoY trong quý 4/2023, lũy kế +18.8% YoY nhờ:<br>-Thu nhập từ hoạt động dịch vụ tăng so với quý trước đóng góp chủ yếu từ dịch vụ mảng thẻ, LC, thanh toán, tiền mặt. Trong khi phí từ mảng bancassurance vẫn ghi nhận sự suy giảm 69% YoY.<br>-Mảng kinh doanh ngoại hối, vàng; mua bán chứng khoán kinh doanh và chứng khoán đầu tư đều ghi nhận lãi, trong khi cùng kỳ ghi nhận lỗ. |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>   | <b>9,427</b> | <b>11,017</b> | <b>16.9%</b>   | <b>40,706</b> | <b>40,061</b> | <b>-1.6%</b>  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Chi phí hoạt động                | (3,990)      | (3,610)       | -9.5%          | (13,202)      | (13,252)      | 0.4%          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| CIR                              | 42.3%        | 32.8%         | -955bps        | 32%           | 33%           | +64bps        | Chi phí hoạt động có sự cải thiện trong quý 4, lũy kế cả năm tăng nhẹ nên tỷ lệ CIR vẫn được kiểm soát dưới mức 35%.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng | (691)        | (1,634)       | 136.4%         | (1,936)       | (3,921)       | 102.5%        | Chi phí dự phòng tăng mạnh khiến chi phí tín dụng của ngân hàng tăng lên mức 0.8%, từ mức 0.3% hồi đầu năm. Trong năm 2023, TCB đã sử dụng hơn 3 nghìn tỷ để xử lý nợ xấu.                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>LNTT</b>                      | <b>4,746</b> | <b>5,773</b>  | <b>21.6%</b>   | <b>25,568</b> | <b>22,888</b> | <b>-10.5%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| LNST                             | 3,572        | 4,482         | 25.5%          | 20,436        | 18,191        | -11.0%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Tăng trưởng tín dụng (YTD)       | 12.5%        | 21.6%         | +905bps        |               |               |               | Tín dụng được đẩy mạnh từ hoạt động cho vay (+23.3% YTD) trong khi TPDN chỉ tăng nhẹ 3.6%. Dư nợ cho mảng KHDN đóng vai trò dẫn dắt với mức tăng trưởng 45% YoY trong năm 2023, tập trung vào các lĩnh vực sản xuất (+42.4% YoY), Thương mại (31.4% YoY), ReCom (BDS, Xây dựng, vật liệu) (+39% YoY... trong khi đó cho vay KHCC giảm 5.8% YoY.                                                                                            |
| Tăng trưởng huy động (YTD)       | 21.5%        | 23.7%         | 217bps         |               |               |               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>NIM</b>                       | <b>5.29%</b> | <b>4.01%</b>  | <b>-127bps</b> |               |               |               | NIM giảm nhẹ 5 bps so với quý trước và giảm 127bps so với cùng kỳ chủ yếu do chính sách Flexible Pricing (như đã đề cập trong các kỳ báo cáo trước) và ngân hàng giảm lãi suất cho vay để cạnh tranh với các ngân hàng khác.                                                                                                                                                                                                               |
| <b>NPL</b>                       | <b>0.91%</b> | <b>1.16%</b>  | <b>+24bps</b>  |               |               |               | Tỷ lệ NPL tăng 24bps so với cùng kỳ nhưng đã có sự cải thiện so với quý trước (-20bps QoQ), trong đó tỷ trọng nợ nhóm 2,3,5 giảm đồng đều.                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |

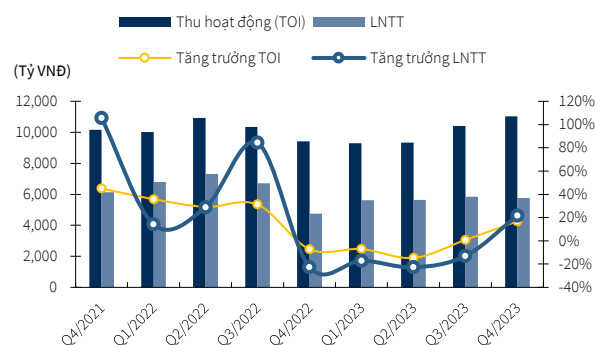
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 2. Tăng trưởng lãi thuần và thu ngoài lãi theo quý



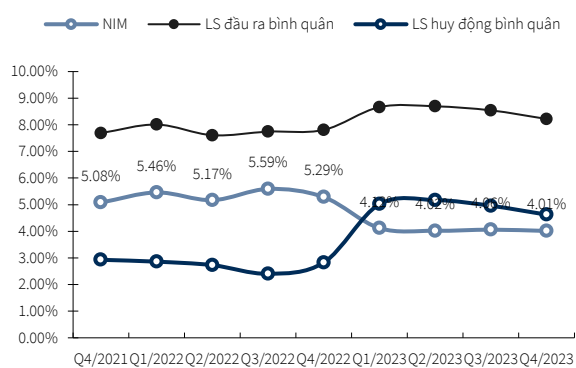
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 3. Tăng trưởng TOI và LNTT



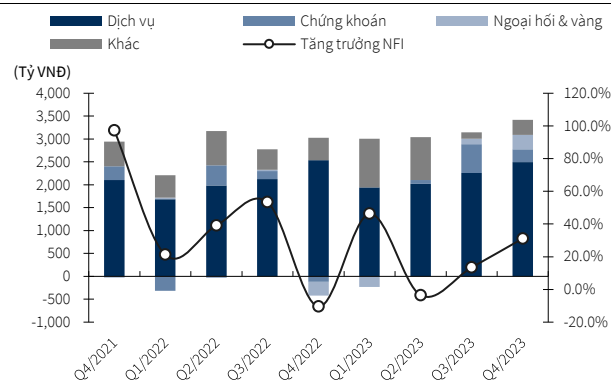
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 4. Biến động NIM theo quý



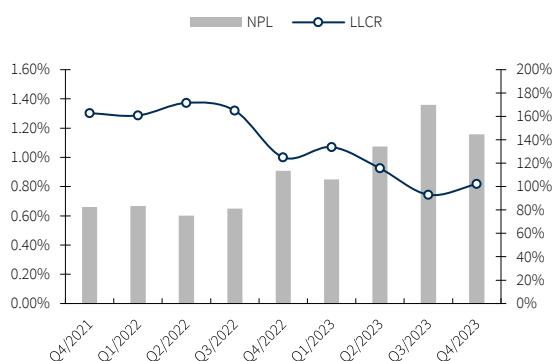
Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 5. Cơ cấu thu ngoài lãi của TCB



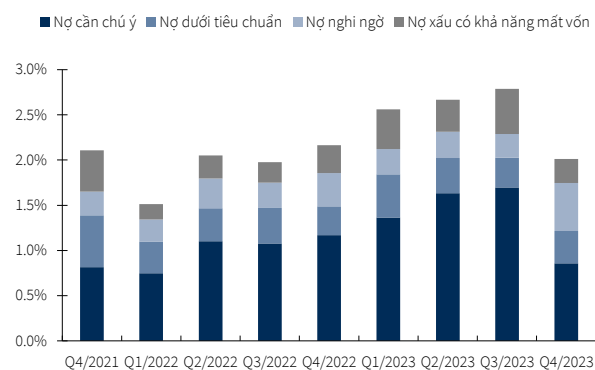
Nguồn: Báo cáo ngân hàng, KBSV

Biểu đồ 6. Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu



Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 7. Cơ cấu nhóm nợ của TCB



Nguồn: TCB, KBSV

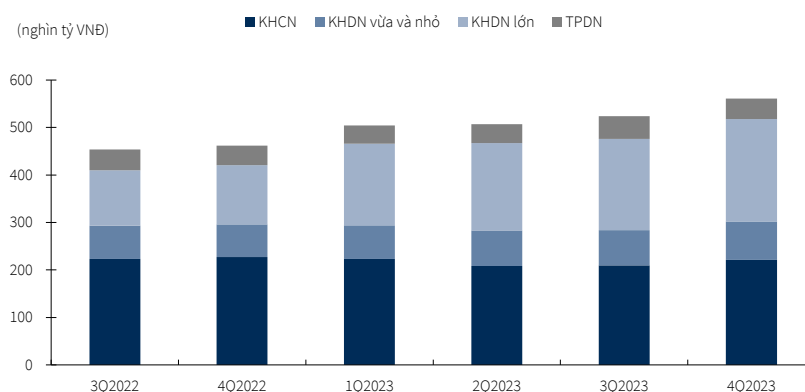
## ... tạo bản lề cho sự hồi phục tích cực năm 2024

**Tăng trưởng tín dụng tích cực hơn sau khi đi qua giai đoạn khó khăn nhất, thị trường BĐS dần có dấu hiệu hồi phục**

Hạn mức tín dụng năm 2024 của TCB là 16%, chúng tôi cho rằng với những nỗ lực của ngân hàng trong năm 2023 khi hoàn thành mức room 19%, TCB sẽ tiếp tục có mức tăng trưởng tín dụng tích cực trong năm 2024. Trong kịch bản tích cực, KBSV kỳ vọng tín dụng tăng trưởng 21% YoY (+5% so với hạn mức hiện tại, đồng nghĩa với việc NHNN sẽ có thêm đợt cấp hạn mức cho các ngân hàng từ nay đến cuối năm). Cụ thể:

- Tăng trưởng tín dụng được dẫn dắt bởi nhóm KHDN (tập trung chủ yếu ở lĩnh vực BĐS), hoạt động cho vay tài trợ dự án sẽ hồi phục sau 2 năm khó khăn nhờ những biện pháp tháo gỡ của Chính phủ với thị trường BĐS và mặt bằng lãi suất đã trung tính hơn.
- Cho vay mua nhà (Mortgage) – chiếm 77% cơ cấu cho vay KHCN hồi phục so với diễn biến ảm đạm của năm trước sau khi thị trường ấm dần lên. Theo CBRE, nguồn cung đã được cải thiện mạnh trong giai đoạn 2H2023 (+60% tại Hà Nội và 11% tại TP.HCM so với 1H2023). Thanh khoản cũng được cải thiện vào nửa cuối năm tại cả hai thành phố, tăng hơn 60% tại Hà Nội và gấp 2 lần tại TP.HCM.

**Biểu đồ 8. Cơ cấu tín dụng theo nhóm khách hàng**



Nguồn: TCB, KBSV

**2024, NIM dự kiến hồi phục nhẹ trước khi có sự bất ổn trong năm 2025**

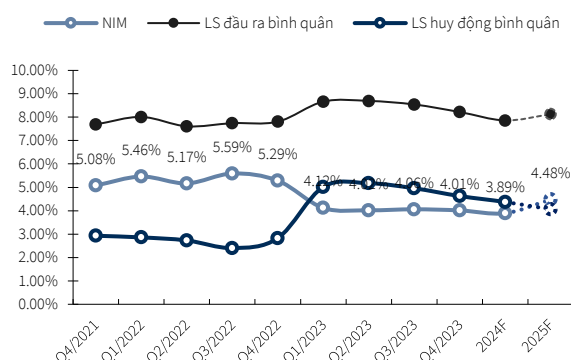
Chúng tôi có quan điểm thận trọng về NIM 2024 của TCB sẽ hồi phục nhẹ +6bps YoY, gần như đi ngang so với năm 2023, nhưng sẽ chứng kiến sự cải thiện đáng kể trong năm 2025 do:

- Lợi suất trên tài sản sinh lãi (IEA) sẽ tiếp tục giảm do (1) cạnh tranh lãi suất cho vay trên thị trường, bên cạnh chủ trương hỗ trợ nền kinh tế hồi phục, (2) Chính sách Flexible Pricing tiếp tục được ngân hàng triển khai. Trong đó, TCB sẽ hỗ trợ lãi suất cho các khoản vay với các dự án mới của DN BĐS trong giai đoạn này, và được phép tăng lãi suất hồi tố sau khi chính sách kết thúc (dự kiến không kéo dài quá năm 2025). Đây là cơ sở để KBSV kỳ vọng NIM của ngân hàng sẽ có sự hồi phục mạnh mẽ hơn trong năm 2025 khi chính sách này hết thời hạn, khách

hàng phải hoàn tất đầy đủ phần được hỗ trợ trước đây.

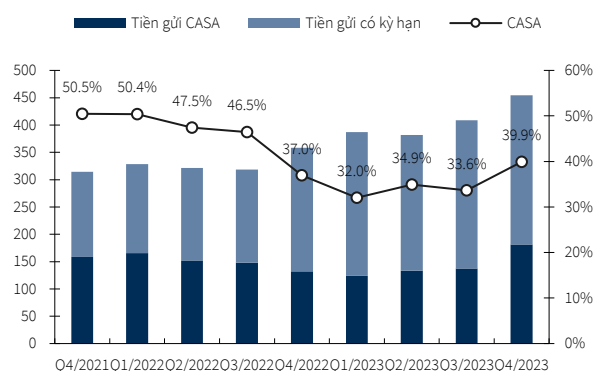
- Trong khi đó, chi phí vốn (CoF) sẽ tiếp tục được cải thiện khi (1) mặt bằng lãi suất thấp đang dần phản ánh hết vào chi phí huy động, (2) CASA của TCB tăng trở lại trong quý 4/2023 và sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ này cao trong năm tới giúp ngân hàng phát huy lợi thế cạnh tranh vốn rẻ như trước đây.

**Biểu đồ 9. Dự báo biến động NIM, COF, IEA 2024F và 2025F**



Nguồn: TCB, KBSV

**Biểu đồ 10. Diễn biến tỷ lệ CASA của TCB**



Nguồn: TCB, KBSV

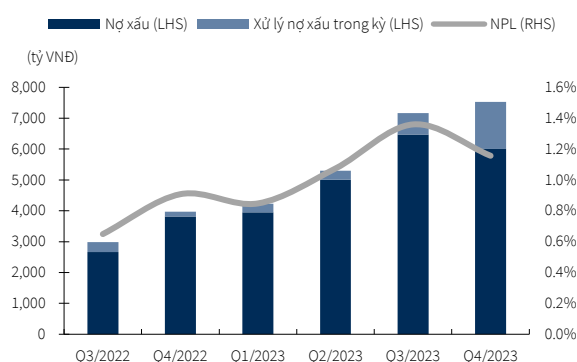
### Vĩ mô cải thiện giảm bớt áp lực lên chất lượng tài sản

NPL trong quý 4 có sự cải thiện tương đối đáng kể so với quý liền trước (-20bps QoQ) do (1) số dư tín dụng tăng mạnh trong quý 4; (2) TCB đã sử dụng khoảng 1,500 tỷ xử lý nợ xấu trong kỳ. Cho năm 2024, chúng tôi kỳ vọng nợ xấu của nhóm KHCN và SME sẽ tiếp tục suy giảm nối tiếp xu hướng từ quý 4/2023, trong khi nhóm WB vẫn duy trì chất lượng tài sản với NPL là 0%. Theo đó, NPL của ngân hàng dự kiến sẽ cải thiện 16 bps, về mức 1% trong năm 2024 (kịch bản cơ sở).

Trong quý 4, TCB ghi nhận trích lập dự phòng tăng mạnh (+22% YoY) chủ yếu là các khoản ghi nhận một lần (one-off), trích lập cho nợ tái cơ cấu (100% nợ theo TT02, trích lập thêm cho phần đã dùng để xử lý nợ...). Mặc dù TCB đã tăng mạnh trích lập trong năm 2023, song KBSV dự phóng phần dự phòng RRTD năm 2024 sẽ chỉ giảm nhẹ so với năm trước, khi chúng tôi thận trọng với rủi ro chất lượng tài sản có thể sẽ suy yếu trở lại do kinh tế hồi phục chậm, và ngân hàng phải củng cố thêm bộ đệm dự phòng bù đắp cho phần đã dùng để xử lý nợ xấu năm 2023.

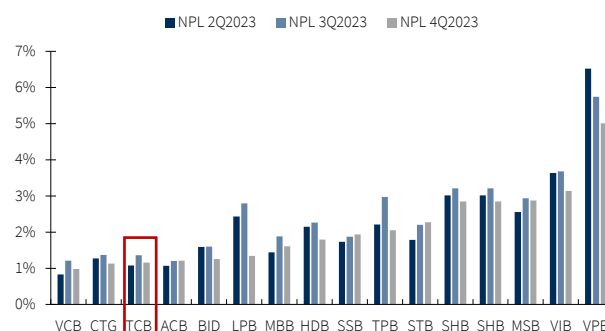
Nợ tái cơ cấu của TCB theo TT02 tính đến thời điểm tháng 12/2023 là 1,800 tỷ - chiếm tỷ trọng không đáng kể so với tổng dư nợ tín dụng và đã được ngân hàng trích lập hết 100% (mà theo quy định phải trích tối thiểu 50% trong năm 2023). Do vậy, trong trường hợp TT02 hết hiệu lực vào tháng 6/2024 nhưng không được gia hạn thêm, thì cũng sẽ không ảnh hưởng quá nhiều đến chất lượng tài sản của TCB.

Biểu đồ 11. Nợ xấu và xử lý nợ xấu trong kỳ



Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 12. So sánh chất lượng tài sản với các ngân hàng khác



Nguồn: TCB, KBSV

## Kế hoạch chia cổ tức năm 2024

Tại cuộc họp với các chuyên viên phân tích vừa qua, BLĐ cho biết ngân hàng đang trình ĐHCĐ kế hoạch chia cổ tức bằng tiền mặt, ít nhất 20% lợi nhuận sau thuế - tương đương 4-5% vốn chủ của Ngân hàng tại thời điểm đầu năm, ước tính khoảng 1.500 đồng/cổ phiếu.

## Dự phóng và định giá

Bảng 13. Dự phóng kết quả kinh doanh

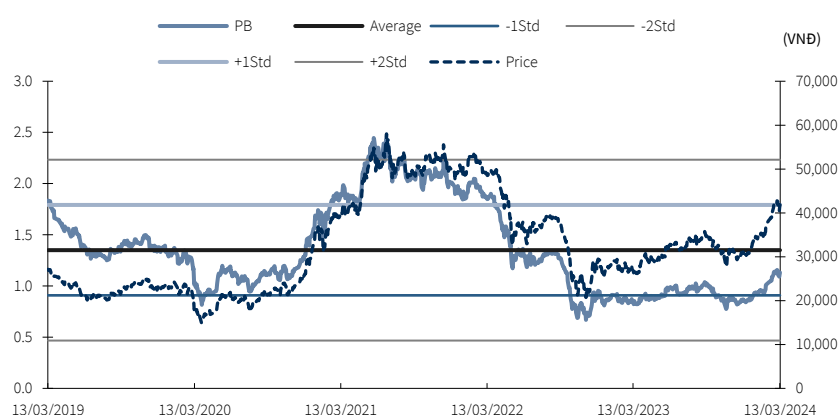
| (tỷ VNĐ)                                | 2023          | 2024F         | %YoY2023      | 2025F         | %YoY2024      | Chú thích                                                                                                                                                                                                                         |
|-----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Thu nhập lãi thuần (NII)</b>         | <b>27,691</b> | <b>32,101</b> | <b>15.9%</b>  | <b>39,509</b> | <b>23.1%</b>  |                                                                                                                                                                                                                                   |
| Thu ngoài lãi (NOII)                    | 12,370        | 12,921        | 4.5%          | 13,645        | 5.6%          | Tăng nhẹ so với 2023 do chúng tôi đánh giá hoạt động Bancassurance và thị trường TPDN vẫn cần thêm thời gian để hồi phục, trong khi năm 2024 TCB không còn ghi nhận các khoản thu đột biến (từ việc bán hội sở cũ) như năm trước. |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>          | <b>40,061</b> | <b>45,022</b> | <b>12.4%</b>  | <b>53,154</b> | <b>18.1%</b>  |                                                                                                                                                                                                                                   |
| Lợi nhuận trước trích lập dự phòng RRTD | 26,809        | 29,715        | 10.8%         | 35,188        | 18.4%         |                                                                                                                                                                                                                                   |
| Chi phí trích lập dự phòng              | (3,921)       | (3,641)       | -7.1%         | (2,665)       | -26.8%        | Nâng dự phóng so với kỳ gần nhất khi ngân hàng phải củng cố bộ đệm dự phòng để bù đắp cho phần đã dùng để xử lý nợ xấu trong năm 2023.                                                                                            |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>             | <b>22,888</b> | <b>26,073</b> | <b>13.9%</b>  | <b>32,523</b> | <b>24.7%</b>  |                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>NIM</b>                              | <b>4.01%</b>  | <b>4.07%</b>  | <b>5bps</b>   | <b>4.48%</b>  | <b>41bps</b>  | NIM gần như đi ngang trong năm 2024, thấp hơn so với dự phóng gần nhất của KBSV do chúng tôi điều chỉnh thời gian áp dụng của chính sách Flexible Pricing lâu hơn dự kiến ảnh hưởng đến tốc độ hồi phục của NIM.                  |
| Lãi suất đầu ra bình quân               | 8.22%         | 8.00%         | -22bps        | 8.13%         | 12bps         |                                                                                                                                                                                                                                   |
| Lãi suất đầu vào bình quân              | 4.63%         | 4.34%         | -29bps        | 4.06%         | -28bps        |                                                                                                                                                                                                                                   |
| CIR                                     | 33.1%         | 34.0%         | 92bps         | 33.8%         | -20bps        | Duy trì trong khoảng 33-35%.                                                                                                                                                                                                      |
| <b>NPL</b>                              | <b>1.16%</b>  | <b>1.00%</b>  | <b>-16bps</b> | <b>0.90%</b>  | <b>-10bps</b> | Chất lượng tài sản được cải thiện khi tình hình tài chính của khách hàng tốt lên.                                                                                                                                                 |
| Tổng tài sản                            | 849,482       | 914,525       | 7.7%          | 1,057,246     | 15.6%         |                                                                                                                                                                                                                                   |
| Vốn chủ sở hữu                          | 131,628       | 150,130       | 14.1%         | 173,719       | 15.7%         |                                                                                                                                                                                                                                   |

Nguồn: KBSV

**Định giá - Khuyến nghị: NĂM GIỮ -**  
**Giá mục tiêu 45,200 VNĐ/Cp**

Năm 2023 khó khăn vừa qua đã tạo bản lề cho sự tăng trưởng của năm 2024 khi tăng trưởng tín dụng sẽ tiếp tục khả quan, NIM dần được cải thiện, trong khi chất lượng tài sản không còn vấn đề đáng lo. Tiếp tục sử dụng Phương pháp định giá P/B và chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi tiến hành nâng giá mục tiêu cho TCB cho năm 2024 từ 41,000 VNĐ/CP lên mức 45,300 VNĐ/CP. Dù vậy, sau nhịp tăng kéo dài vừa qua những yếu tố tích cực phần nào đã được phản ánh vào giá. Với mức lợi nhuận kỳ vọng 10% so với giá tại ngày 12/03/2024, chúng tôi đưa ra khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu TCB.

**Biểu đồ 14. Diễn biến giá và chỉ số P/B của TCB**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Bảng 15. Cổ phiếu TCB – Định giá 2024 phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư**

| Tỷ đồng                     | 2024F         | 2025F  | 2026F  |
|-----------------------------|---------------|--------|--------|
| Lợi nhuận sau thuế          | 20,859        | 26,018 | 30,350 |
| Lợi nhuận thặng dư          | 1,451         | 2,742  | 3,417  |
| Chi phí vốn (re)            | 15.50%        |        |        |
| Tăng trưởng (g)             | 3.0%          |        |        |
| Giá trị cuối cùng           | 18,818        |        |        |
| Tổng giá trị hiện tại (PV)  | 161,044       |        |        |
| <b>Giá trị cổ phiếu TCB</b> | <b>45,719</b> |        |        |

Nguồn: KBSV ước tính

**Bảng 16. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu**

| Phương pháp định giá | Giá dự phóng | Tỷ trọng | Giá dự phóng theo tỷ trọng |
|----------------------|--------------|----------|----------------------------|
| Lợi nhuận thặng dư   | 45,719       | 50%      | 22,859                     |
| P/B                  | 44,751       | 50%      | 22,376                     |
| <b>Giá mục tiêu</b>  |              |          | <b>45,235</b>              |

Nguồn: KBSV ước tính



PHỤ LỤC

| Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh        |          |          |          |          |          | Bảng cân đối kế toán                             |         |         |         |         |           |
|---------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|--------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| (Tỷ đồng)                                   | 2021     | 2022     | 2023     | 2024F    | 2025F    | (Tỷ đồng)                                        | 2021    | 2022    | 2023    | 2024F   | 2025F     |
| Thu nhập lãi thuần                          | 26,699   | 30,290   | 27,691   | 32,101   | 39,509   | Cho vay khách hàng                               | 343,606 | 415,752 | 512,514 | 593,987 | 695,568   |
| Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự | 35,503   | 44,753   | 56,708   | 63,164   | 71,658   | Chứng khoán kinh doanh                           | 5,071   | 961     | 4,433   | 5,012   | 5,864     |
| Chi phí lãi và các chi phí tương tự         | (8,805)  | (14,463) | (29,017) | (31,063) | (32,150) | Tiền mặt, vàng bạc, đá quý (trừ dự trữ bất buộc) | 3,579   | 4,216   | 3,621   | 5,072   | 5,934     |
| Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động dịch vụ         | 6,382    | 8,527    | 8,715    | 9,159    | 10,075   | Tài sản có sinh lời                              | 526,132 | 619,967 | 759,745 | 818,681 | 945,168   |
| Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác            | 1,803    | 2,167    | 2,434    | 2,242    | 2,366    | Tài sản cố định và tài sản khác                  | 43,037  | 79,995  | 92,482  | 98,626  | 114,742   |
| Tổng thu nhập hoạt động                     | 37,076   | 40,902   | 40,061   | 45,022   | 53,154   | Tổng tài sản                                     | 568,729 | 699,033 | 849,482 | 914,525 | 1,057,246 |
| Chi phí hoạt động                           | (11,173) | (13,398) | (13,252) | (15,307) | (17,966) | Tiền gửi của khách hàng                          | 314,753 | 358,404 | 454,661 | 514,209 | 601,624   |
| LN thuần trước CF DPRRTD                    | 25,903   | 27,504   | 26,809   | 29,715   | 35,188   | Các khoản vay phải sinh, giấy tờ có giá          | 33,680  | 35,858  | 84,703  | 101,922 | 81,096    |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng            | (2,665)  | (1,936)  | (3,921)  | (3,641)  | (2,665)  | Các khoản nợ chịu lãi                            | 460,892 | 561,832 | 692,537 | 739,541 | 845,159   |
| Thu nhập khác                               | 4,344    | 4,500    | 6,460    | 6,404    | 5,873    | Các khoản nợ khác                                | 14,796  | 23,775  | 25,317  | 24,853  | 38,369    |
| Chi phí khác                                | (2,540)  | (2,333)  | (4,026)  | (4,163)  | (3,507)  | Tổng nợ phải trả                                 | 475,687 | 585,608 | 717,854 | 764,395 | 883,527   |
| Tổng lợi nhuận trước thuế                   | 23,238   | 25,568   | 22,888   | 26,073   | 32,523   | Vốn điều lệ                                      | 35,109  | 35,172  | 35,225  | 35,225  | 35,225    |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp          | (4,823)  | (5,131)  | (4,697)  | (5,215)  | (6,505)  | Thặng dư vốn cổ phần                             | 476     | 476     | 476     | 476     | 476       |
| LNST                                        | 18,415   | 20,436   | 18,191   | 20,859   | 26,018   | Lợi nhuận chưa phân phối                         | 47,453  | 64,483  | 49,025  | 67,527  | 91,116    |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                | (363)    | (286)    | (187)    | (243)    | (316)    | Các khoản điều chỉnh vốn                         | -       | -       | -       | -       | -         |
| LNST ngân hàng mẹ                           | 18,052   | 20,150   | 18,004   | 20,616   | 25,702   | Vốn chủ sở hữu                                   | 93,041  | 113,425 | 131,628 | 150,130 | 173,719   |

| Chỉ số tài chính (%)              | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Khả năng sinh lời                 |        |        |        |        |        |
| ROE                               | 22.0%  | 19.8%  | 14.8%  | 14.8%  | 16.1%  |
| ROA                               | 3.7%   | 3.2%   | 2.3%   | 2.4%   | 2.6%   |
| ROE trước dự phòng                | 24.5%  | 21.3%  | 17.4%  | 16.9%  | 17.4%  |
| ROA trước dự phòng                | 4.1%   | 3.5%   | 2.8%   | 2.7%   | 2.9%   |
| Biên lãi ròng (NIM)               | 5.7%   | 5.3%   | 4.0%   | 4.1%   | 4.5%   |
| Hiệu quả hoạt động                |        |        |        |        |        |
| LDR thuần                         | 110.4% | 117.3% | 114.1% | 117.0% | 117.0% |
| CIR                               | 30.1%  | 32.8%  | 33.1%  | 34.0%  | 33.8%  |
| Tốc độ tăng trưởng                |        |        |        |        |        |
| Tăng trưởng tổng tài sản          | 29.4%  | 22.9%  | 21.5%  | 7.7%   | 15.6%  |
| Tăng trưởng cho vay khách hàng    | 24.8%  | 21.0%  | 23.3%  | 15.9%  | 17.1%  |
| Tăng trưởng LN thuần trước DPRRTD | 40.7%  | 6.2%   | -2.5%  | 10.8%  | 18.4%  |
| Tăng trưởng LNST ngân hàng mẹ     | 46.5%  | 11.6%  | -10.7% | 14.5%  | 24.7%  |
| Tăng trưởng EPS                   | 46.2%  | 11.4%  | -10.8% | 14.5%  | 24.7%  |
| Tăng trưởng BVPS                  | 24.5%  | 21.7%  | 15.9%  | 14.1%  | 15.7%  |

| Định giá (đồng, X, %)                       | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|---------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Chỉ số về giá                               |        |        |        |        |        |
| EPS cơ bản                                  | 5,142  | 5,729  | 5,111  | 5,853  | 7,296  |
| Giá trị sổ sách/CP (BVPS)                   | 26,501 | 32,248 | 37,368 | 42,620 | 49,317 |
| Giá trị sổ sách hữu hình/CP (Tangible BVPS) | 25,476 | 30,908 | 35,845 | 40,816 | 47,181 |
| Chỉ số định giá                             |        |        |        |        |        |
| PER                                         | 8.6    | 7.7    | 8.6    | 7.5    | 6.0    |
| PBR                                         | 1.7    | 1.4    | 1.2    | 1.0    | 0.9    |
| ROE                                         | 22.0%  | 19.8%  | 14.8%  | 14.8%  | 16.1%  |
| An toàn vốn                                 |        |        |        |        |        |
| Tỉ lệ an toàn vốn (CAR)                     | 14.5%  | 15.2%  | 14.4%  | >14%   | >14%   |
| Chất lượng tài sản                          |        |        |        |        |        |
| NPL (nợ xấu nhóm 3-5)                       | 0.7%   | 0.7%   | 1.2%   | 1.0%   | 0.9%   |
| Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu nhóm 3-5)         | 162.8% | 157.3% | 107.0% | 126.9% | 131.5% |
| SML (nợ xấu và nợ cần chú ý)                | 1.3%   | 2.8%   | 2.0%   | 1.8%   | 1.6%   |
| Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu và nợ cần chú ý)  | 84.1%  | 40.5%  | 61.5%  | 70.5%  | 74.0%  |

Nguồn: KBSV ước tính

## KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích doanh nghiệp

#### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm  
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@kbsec.com.vn

#### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích  
nguyennd1@kbsec.com.vn

#### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích  
giangnt1@kbsec.com.vn

#### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

#### Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuannd@kbsec.com.vn

#### Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích  
hieupm@kbsec.com.vn

Khoí phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anhtd@kbsec.com.vn

#### Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích  
thanhh@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích  
uyenvt@kbsec.com.vn

#### Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích  
congh@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích  
tienss@kbsec.com.vn

#### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Mua:              | Nắm giữ:                  | Bán:               |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Khả quan:                | Trung lập:         | Kém khả quan:      |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.