

## NGÂN HÀNG TMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM (HSX: TCB)

### Tăng tốc trên nền tảng vững chắc

- Lợi thế cạnh tranh từ nền tảng huy động là cơ sở cho hiệu quả hoạt động cao và ổn định nhờ năng lực quản trị chi phí tốt
- Tốc độ mở rộng bảng cân đối cao giai đoạn 2021-2025 trên nền tảng vốn dày, nguồn thu nhập đa dạng và môi trường chính sách hỗ trợ
- Hệ sinh thái đặc thù giúp ngân hàng tạo giá trị gia tăng cho sản phẩm dịch vụ và am hiểu khách hàng nhờ công nghệ hàng đầu và nguồn dữ liệu lớn

### Quan điểm và định giá

Chúng tôi đánh giá TCB là ngân hàng bán lẻ hàng đầu Việt Nam tập trung cung cấp các giải pháp và dịch vụ tài chính tiện lợi, tiên tiến và nhanh chóng cho nhóm khách hàng phân khúc thu nhập khá và cao. TCB có ưu thế cạnh tranh trong các mảng cho vay mua nhà, tiền gửi bán lẻ, thanh toán, dịch vụ thẻ và dịch vụ ngân hàng đầu tư.

Với bộ đệm vốn mạnh và lãi suất cho vay cạnh tranh nhờ chi phí huy động thấp, TCB có khả năng tăng trưởng tín dụng cao. Kết hợp với khả năng ổn định biên NIM ở mức hiệu quả và duy trì hiệu suất hoạt động cao, đây là các nền tảng vững chắc cho chiến lược tăng trưởng giai đoạn 2021-2025. Bảng cân đối được kì vọng tăng trưởng bình quân hàng năm 23% trong cùng thời kì, được hỗ trợ bởi xu hướng hồi phục của nền kinh tế và các chính sách hỗ trợ trong kịch bản cơ sở. Trong các kịch bản xấu hơn của đại dịch vốn có thể tác động lên chu kỳ nợ xấu toàn ngành, chúng tôi vẫn đánh giá TCB có bộ đệm dự phòng tốt nhờ chính sách trích lập thận trọng, mức độ phơi nhiễm rủi ro của danh mục cho vay thuộc nhóm thấp so với ngành, và dự địa tăng chi phí tín dụng nhờ năng lực tài chính cao.

Trong ngắn hạn, nguồn thu nhập đa dạng và tập khách hàng cao cấp là động lực duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận. TCB đang giao dịch ở mức P/B dự phóng 2021 là 1,9 lần, thấp hơn 13% so với ngành, dù ROE dự phóng cao hơn 12% chưa tính đến quỹ khen thưởng phúc lợi.

Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của TCB ở mức **71.000 đồng/cổ phiếu**, tương đương mức P/B dự phóng 2021 là 2,7 lần, và P/B dự phóng 1 năm là 2,4 lần với kỳ vọng lãi suất ổn định mức thấp. Mức giá này tương đương tỷ suất sinh lời kỳ vọng là **40%** so với giá đóng cửa ngày 08/10/2021. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TCB.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm - T12 (Tỷ đồng)	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022F
Thu nhập lãi thuần	14.258	18.751	26.062	32.905
Tăng trưởng (%)	25,2	31,5	39,0	26,3
Tổng thu nhập hoạt động	21.068	27.042	36.662	45.825
Tăng trưởng (%)	14,8	28,4	35,6	25,0
Lợi nhuận sau thuế	10.075	12.325	18.056	23.119
Tăng trưởng (%)	19,1	22,3	46,5	28,0
ROA (%)	2,9	3,0	3,7	3,8
ROE (%)	17,7	18,0	21,7	22,3
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	19,5	14,6	24,8	23,6
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VNĐ)	17.710	21.289	26.302	32.898
P/E (x)	8,2	6,8	9,9	7,7
P/B (x)	2,8	2,3	1,9	1,5

Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu tính tới ngày 08/10/2021.

## MUA +40%

Giá mục tiêu (VNĐ)	71.000
Giá thị trường (VNĐ)	50.700

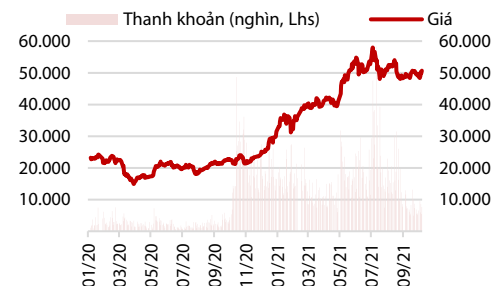
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)\* -

\*Dự kiến trong 12 tháng tới

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	178.003,4
SLCPDLH (triệu cp)	3.510,9
Beta	1,52
Free-float (%)	65
Giá cao nhất 52 tuần	58.000
Giá thấp nhất 52 tuần	21.200
Khối lượng giao dịch bình quân (20 phiên)	7.138.475

### Diễn biến giá



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
TCB	-10%	137%	73%
Ngân hàng	-12%	57%	78%
VN-Index	-0%	49%	38%

### Cổ đông lớn (%)

Hồ Hùng Anh và bên liên quan	17,0%
Công ty Cổ phần Tập đoàn Masan	15,2%
Khác	67,8%

Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%) 0%

### Nguyễn Ngọc Thành

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1535

[thanh.nn@vdsc.com.vn](mailto:thanh.nn@vdsc.com.vn)

Yếu tố quan trọng cho phép doanh nghiệp đạt được lợi nhuận thặng dư trong một thời gian dài là nắm giữ lợi thế cạnh tranh bền vững. Đối với ngành ngân hàng, chúng tôi đánh giá đây là ngành không dễ để xây dựng “con hào kinh tế”. Hoạt động cơ bản của các ngân hàng vốn dựa trên cơ sở huy động và quản lý rủi ro, do đó, những lợi thế cạnh tranh theo chúng tôi sẽ đến từ hai nguồn lực: quản trị chi phí và chi phí chuyển đổi. Trong đó, lợi thế chi phí thấp của một ngân hàng sẽ bao gồm các yếu tố chi phí hoạt động, chi phí huy động vốn, và chi phí tổn thất tín dụng.

Đồng thời, nền tảng về vốn và thanh khoản là bộ đệm cho tăng trưởng. Một chiến lược mở rộng quy mô bằng cân đối sẽ cần đặt trong tương quan với hai nền tảng này kết hợp với hiệu quả hoạt động tương xứng.

Cấu trúc bảng cân đối, bao gồm danh mục tài sản và cơ cấu nguồn huy động tài trợ đối ứng, cũng là yếu tố quan trọng trong việc đạt được và duy trì hiệu quả hoạt động thông qua quản lý và tối ưu các chỉ số về rủi ro thanh khoản, quản lý rủi ro tín dụng và các loại rủi ro liên quan đến lãi suất.

Chúng tôi tiếp cận phân tích TCB và các ngân hàng theo hướng như trên. Tuy nhiên, phần cấu trúc bảng cân đối sẽ được phân tích trong mục Phân tích doanh nghiệp, còn mục Luận điểm đầu tư sẽ tập trung vào chiến lược và các lợi thế cạnh tranh.

### Luận điểm đầu tư

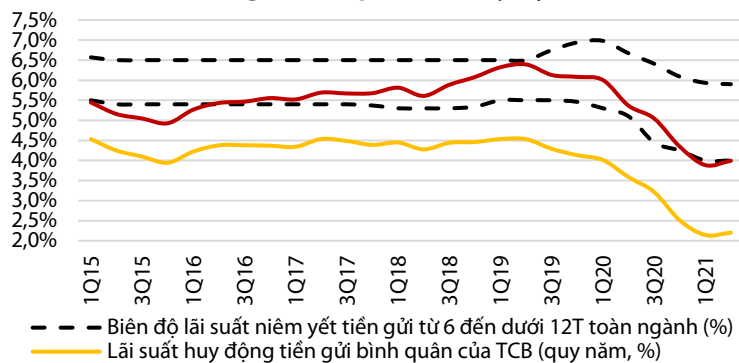
#### Lợi thế cạnh tranh bền vững đến từ hệ sinh thái mạnh, chiến lược huy động hiệu quả và hợp lý và tiên phong trong đầu tư công nghệ

##### Nền tảng huy động có chi phí thấp và tính gắn kết cao

Chiến lược tập trung xây dựng nền tảng huy động chi phí thấp và bền vững ngay từ sau giai đoạn xử lý nợ xấu và trích lập dự phòng trái phiếu VAMC đã mang lại nhiều lợi thế lớn cho TCB. Dựa trên điểm mạnh về huy động, TCB duy trì được NIM cao trong khi vẫn tiếp cận được hồ sơ tín dụng tốt và không cần tham gia các lĩnh vực rủi ro. Yếu tố này trực tiếp giúp TCB dễ dàng định giá sản phẩm cho vay cạnh tranh và phù hợp với khẩu vị, dẫn đến năng lực kiểm soát chi phí rủi ro tốt. Đồng thời, mạng lưới tiền gửi có tính gắn kết cao là cơ sở để TCB thực hiện bán chéo sản phẩm dịch vụ và thúc đẩy thu nhập ngoài lãi.

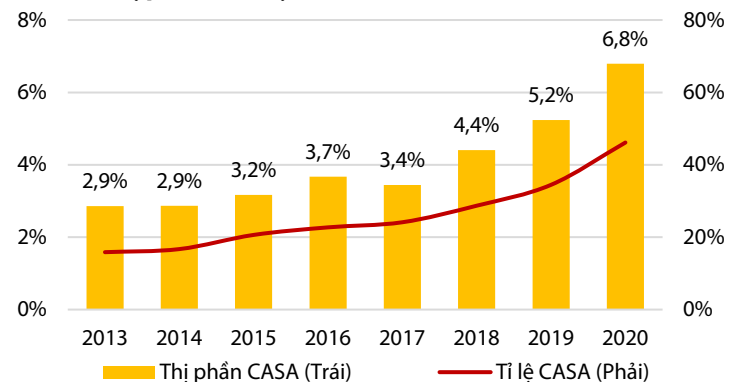
Cụ thể hơn, hệ sinh thái đặc biệt rộng lớn và nền tảng công nghệ tiên phong của ngân hàng được kì vọng đem đến khả năng cung cấp sản phẩm dịch vụ khác biệt theo chuỗi, tiện lợi, tiên tiến, tiết kiệm chi phí cho khách hàng và qua đó tạo ra chi phí chuyển đổi cao. Điều này sẽ mang lại cơ sở khách hàng và tiền gửi ổn định và có khả năng mở rộng. Nền tảng huy động được hưởng lợi từ nguồn vốn chi phí thấp và bền vững sẽ tạo điều kiện thuận lợi để ổn định NIM ở mức hiệu quả. Ngoài ra, lãi suất cho vay cạnh tranh là động lực cho tăng trưởng dư nợ trong giai đoạn 2021-2025. Nhìn chung, với chi phí huy động vốn bình quân thấp hàng đầu ngành ngân hàng hiện nay và còn dư địa giảm thông qua tỉ lệ CASA, TCB có khả năng đồng thời duy trì NIM cao để tăng trưởng hiệu quả và cạnh tranh bằng giá với các ngân hàng tương đương mà không cần nới khẩu vị và qua đó kiểm soát chi phí tín dụng phù hợp.

**Hình 1: Lãi suất tiền gửi bình quân và có kỳ hạn (%)**



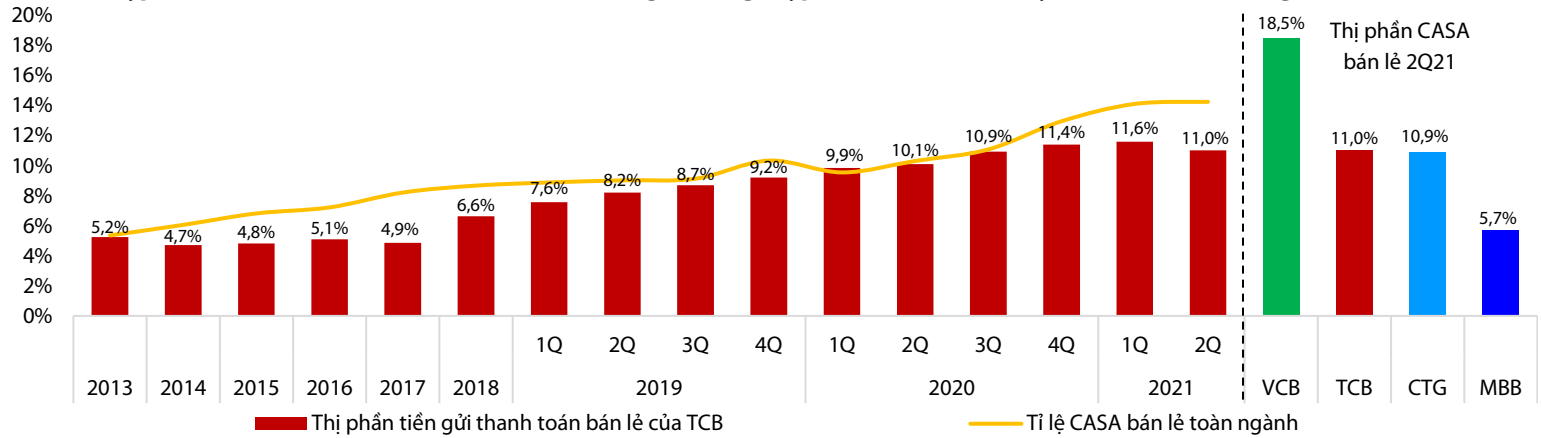
Nguồn: TCB, NHNN, Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Thị phần và tỉ lệ CASA (%)**



Nguồn: BCTC các ngân hàng, NHNN, Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Thị phần CASA bán lẻ của TCB và của nhóm 4 ngân hàng thị phần lớn nhất và tỉ lệ CASA bán lẻ toàn ngành (%)**



Nguồn: TCB, các ngân hàng, NHNN, Fiiipro, CTCK Rồng Việt

Khác với các ngân hàng lớn khác có thể mạnh về hệ sinh thái gồm các doanh nghiệp có vốn Nhà nước và mối quan hệ đối tác từ trước nên thu hút được CASA và tiền gửi ngắn hạn từ phía doanh nghiệp lớn, TCB có lợi thế tiên phong trong việc xây dựng nền tảng vốn xoay quanh tập khách hàng cá nhân. Việc thực hiện chiến dịch miễn phí phí chuyển khoản và thanh toán kết hợp với chiến lược khách hàng trọng tâm đã giúp TCB tăng mạnh thị phần và tỉ lệ CASA trong giai đoạn 2016-2020. Ngoài ra, kỳ hạn bình quân của tiền gửi có kỳ hạn dịch chuyển dần về phía ngắn hạn, góp phần giảm lãi suất tiền gửi bình quân và tăng năng lực cạnh tranh. Chúng tôi đánh giá cao tiền gửi thanh toán phân khúc bán lẻ nhờ tính gắn kết tốt hơn, ổn định và có khả năng mở rộng quy mô so với lượng tiền gửi không kỳ hạn của doanh nghiệp vốn đang có xu hướng giảm trên toàn ngành.

Dù tình hình dịch bệnh đã khiến một số hành vi khách hàng thay đổi và qua đó giúp việc tăng trưởng CASA bán lẻ và tiền gửi có kỳ hạn ngắn trở nên dễ dàng hơn trong giai đoạn hiện nay, chúng tôi vẫn đánh giá cao lợi thế tiên phong của TCB. Chúng tôi cho rằng để sở hữu lượng tiền gửi không kỳ hạn bền vững và có tốc độ tăng tương đối phù hợp với chiến lược tăng trưởng của ngân hàng, các ngân hàng khác vẫn cần thời gian, sự thay đổi mang tính cấu trúc, kết hợp với chiến lược vốn hợp lý và cung cấp sản phẩm dịch vụ chất lượng. Yếu tố này đòi hỏi nhiều hơn là sự cạnh tranh về phí như hiện nay. Thực tế, TCB nhận thức được đặc tính ngắn hạn và dễ sao chép của lợi thế mà chương trình “Zero Fee” mang lại. **Chúng tôi chia sẻ quan điểm này và đánh giá cao TCB trong việc xây dựng tầm nhìn đối với chiến lược ổn định nguồn vốn huy động không kỳ hạn và tiền gửi ngắn hạn trong các kịch bản lãi suất tăng và phù hợp với tốc độ tăng trưởng bằng cân đối giai đoạn 2021-2025 trong môi trường cạnh tranh và nền tỉ lệ CASA cao.**

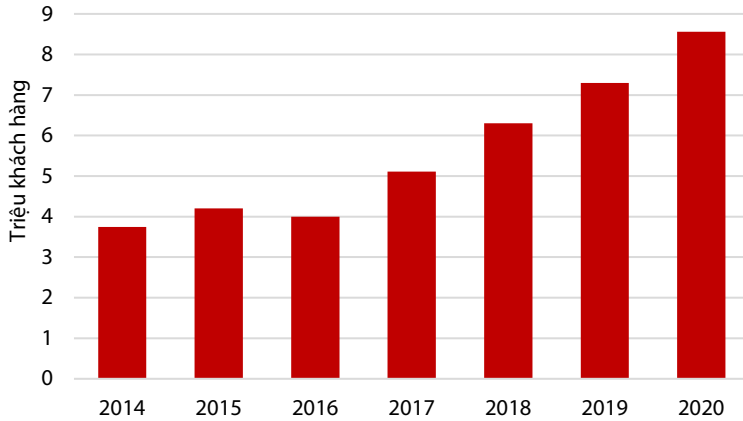
**Hệ sinh thái bất động sản – bán lẻ - tài chính riêng biệt giúp xây dựng tập khách hàng trung thành**

**Lợi thế về mạng lưới tiền gửi khách hàng một phần đến từ hệ sinh thái.** Các đối tác của TCB bao gồm các tập đoàn lớn trải rộng nhiều lĩnh vực như phát triển và phân phối bất động sản nhà ở, bất động sản thương mại, sản xuất và lắp ráp ô tô, bán lẻ, ngành hàng tiêu dùng, khai khoáng, hàng không, ... Những cái tên nổi bật có thể kể đến Tập đoàn Vingroup, Tập đoàn Masan, Tổng công ty Hàng không Việt Nam, Tập đoàn Eurowindow Holding, Tập đoàn Sun Group và Masterise Group. Dù các đối tác này cũng đóng vai trò quan trọng trong việc mở rộng danh mục tín dụng của ngân hàng, chúng tôi quan tâm hơn đến các lợi ích đối với mảng huy động và thu nhập dịch vụ. Trong đó, chúng tôi đánh giá chuỗi giá trị liên quan đến bất động sản và bán lẻ mà các đối tác của TCB đang sở hữu sẽ giúp cải thiện và duy trì lợi thế về mạng lưới tiền gửi và thúc đẩy thu nhập phí. Điều này hoàn toàn phù hợp với chiến lược tham gia sâu rộng, mở rộng hệ sinh thái theo chiều dọc trong mỗi lĩnh vực này của TCB.

Đối với việc cung cấp dịch vụ và sản phẩm, TCB có khả năng tiếp cận và đáp ứng nhu cầu đa dạng của khách hàng, đặc biệt khách hàng cá nhân, nhờ kết nối được các lợi thế khác nhau trong hệ sinh thái. Chúng tôi kì vọng điều này sẽ tác động trở lại nền tảng huy động, vốn đòi hỏi yếu tố kết dính cao, mối

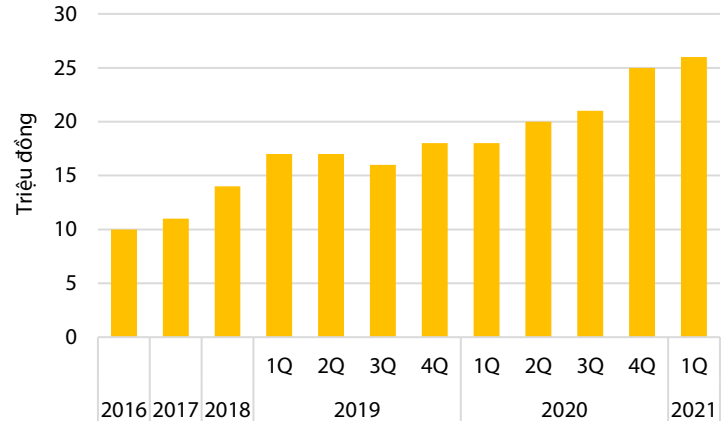
quan hệ sâu rộng với khách hàng hơn là sản phẩm thiên về cạnh tranh lãi suất như hoạt động tín dụng. Dựa trên chiến lược mở rộng tập khách hàng có chọn lọc xuống phân khúc thấp hơn và tập trung duy trì những thế mạnh của ngân hàng ở những phân khúc cao cấp, cùng với năng lực của ban lãnh đạo, chúng tôi đánh giá TCB sẽ khai thác thành công những lợi thế từ hệ sinh thái khác biệt và định vị thương hiệu cao cấp của ngân hàng để tạo dựng tập khách hàng trung thành ở nhiều phân khúc.

**Hình 4: Quy mô tập khách hàng**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Số dư CASA bình quân trên mỗi khách hàng bán lẻ hoạt động**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Nền tảng số hóa và dữ liệu được đầu tư mạnh sẽ duy trì năng lực cạnh tranh về sản phẩm dịch vụ**

Công nghệ là một trong những chìa khóa để cạnh tranh, phát triển sản phẩm và qua đó duy trì định vị thương hiệu và vị thế của ngân hàng. Tuy vậy, cuộc đua về công nghệ và quá trình chuyển đổi số đòi hỏi nhiều yếu tố, trong đó bao gồm sự cam kết, chiến lược và nguồn lực. Chúng tôi nghĩ rằng chuyển đổi số toàn diện cần chi phí lớn cho hạ tầng và nhân sự và TCB có đủ năng lực, đặc biệt vượt trội về mặt tài chính, để thực thi chiến lược và duy trì đầu tư để tạo lợi thế.

Trong “Kế hoạch chuyển đổi số ngành Ngân hàng đến năm 2025, định hướng đến năm 2030”, Ngân hàng Nhà nước khuyến khích các tổ chức tín dụng tăng cường chuyển đổi số và tích hợp sâu rộng các phương thức thanh toán điện tử, nhu cầu liên kết thanh toán giữa các công ty công nghệ, công ty giải pháp thanh toán, ví điện tử và các ngân hàng sẽ càng tăng mạnh. Theo chúng tôi tìm hiểu, khi liên kết với một bên thứ ba, khó khăn trong khâu liên kết sẽ phụ thuộc nhiều vào năng lực dữ liệu và hệ thống xử lý, bảo mật của phía ngân hàng và đối tác chứ không đến từ khả năng tích hợp hay tương thích. Tại thời điểm số lượng người dùng thanh toán và khối lượng xử lý nhỏ, các ngân hàng sẽ còn dư địa để mở rộng hệ sinh thái đối tác lẫn duy trì an toàn thông tin. Tuy nhiên khi quy mô và tập khách hàng gia tăng đi kèm nhu cầu giao dịch qua kênh số, các rủi ro danh tiếng, rủi ro đối tác và rủi ro bảo mật như hệ thống bị treo khi khối lượng giao dịch chạm ngưỡng, bảo mật thông tin khách hàng, ... cũng tăng theo.

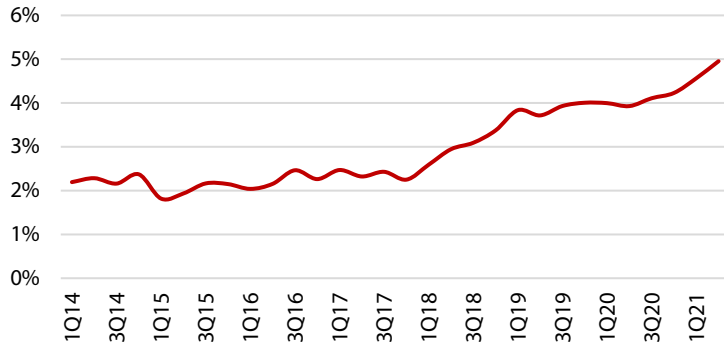
Do vậy, chúng tôi đánh giá với kế hoạch tập trung đầu tư nâng cấp cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin, mở rộng quy mô nhân sự ngành công nghệ, ưu tiên chuyển đổi dữ liệu, các ứng dụng lõi và hệ thống ngân hàng lõi sang hệ thống lưu trữ đám mây và mở rộng năng lực giao dịch, TCB và công ty con TCBS sẽ sớm đạt mục tiêu chuyển đổi số, hợp tác và tích hợp có chọn lọc các đối tác nhằm duy trì chất lượng dịch vụ và sự ổn định của hệ sinh thái đồng thời duy trì an toàn thông tin. Chúng tôi kì vọng TCB sẽ tiếp tục cải thiện khả năng cung cấp sản phẩm dịch vụ cạnh tranh và chất lượng với độ an toàn hàng đầu. Đồng thời, việc TCB chi tiêu lớn cho hệ thống ngân hàng lõi đám mây nhằm tích hợp tốt các dịch vụ và công nghệ tiên tiến sẽ gây áp lực lên các ngân hàng khác trong cuộc đua đầu tư công nghệ. Một trong những lợi thế của TCB trong cuộc đua này là hiệu quả hoạt động cao và nguồn lợi nhuận được giữ lại lớn nhằm duy trì nguồn lực đầu tư.

**Hiệu quả hoạt động cao trên cơ sở vốn và thanh khoản tốt là nền tảng tăng trưởng ổn định**

**Tối ưu hóa cán cân lợi nhuận rủi ro nhờ chi phí huy động vốn thấp**

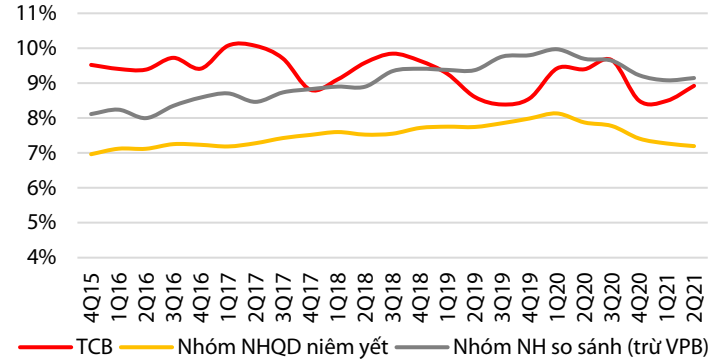
Yếu tố tiên quyết để TCB duy trì hiệu quả hoạt động ổn định là NIM sau điều chỉnh rủi ro và chi phí hoạt động phân bổ. Nhờ chi phí huy động vốn thấp và bền vững, TCB có khả năng đưa ra các gói lãi suất cạnh tranh duy trì trong thời gian dài mà vẫn duy trì được NIM mục tiêu. Khi đó, **TCB đồng thời tiếp cận được các hồ sơ tín dụng tốt và nhu cầu tín dụng cao, qua đó kiểm soát chi phí tổn thất rủi ro.**

**Hình 6: NIM sau điều chỉnh chi phí rủi ro (% , dồn 4 quý)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 7: Lãi suất cho vay bình quân (% , dồn 4 quý)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt. Nhóm ngân hàng so sánh gồm MBB, ACB.

Với NIM bền vững trên nền lãi suất cho vay hấp dẫn và tốc độ tăng trưởng bằng cân đối hợp lý, TCB có khả năng quản lý tốt quy mô chi phí tín dụng nhờ kiểm soát khẩu vị rủi ro theo điều kiện thị trường. Tập khách hàng chất lượng cao cũng giúp giảm thiểu các tác động từ đại dịch. NIM sau điều chỉnh rủi ro của TCB đã cải thiện mạnh từ mức 2,3% năm 2016 lên 3,5% năm 2018 và sau đó đạt 4,2% năm 2020. Kết hợp với hệ số CIR được duy trì mức thấp nhờ tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng tốt, chúng tôi nghĩ rằng NIM sau điều chỉnh rủi ro và chi phí hoạt động phân bổ cao của TCB có nhiều dư địa để ổn định. Đây là nền tảng để TCB đạt được hiệu quả hoạt động (ROA) cao nhất ngành, từ đó giúp duy trì chất lượng tăng trưởng và độ dày của nguồn vốn trong giai đoạn phát triển nhanh. Hiệu quả hoạt động trên tổng tài sản có rủi ro cũng tăng trưởng tốt và ở mức cao nhất ngành, thể hiện khả năng tối ưu hóa cán cân lợi nhuận rủi ro của ngân hàng.

**Bộ đệm vốn dày và quản lý thanh khoản tốt là nền tảng cho chiến lược tăng trưởng**

Chúng tôi đánh giá TCB có đủ cơ sở, nguồn lực để tăng trưởng quy mô với CAGR 23-25% trong giai đoạn tới. Chúng tôi kỳ vọng các chỉ tiêu đo lường hiệu quả, ROA và ROE, sẽ cải thiện mà không làm suy giảm hệ số CAR bằng cách chuyển dịch phân khúc khách hàng và tận dụng hệ sinh thái để tăng trưởng danh mục cho vay hướng vào các ngành nghề mục tiêu, đồng thời mở rộng quy mô cơ sở huy động với tỉ lệ CASA phù hợp.

Về yếu tố thanh khoản, TCB tận dụng tốt chuyển dịch kỳ hạn để tối ưu hóa NIM với lợi thế về nguồn huy động vốn ngắn hạn và điểm mạnh về cho vay mua nhà. Việc quản lý một số tỉ lệ thanh khoản ở gần hạn mức trong thời điểm lãi suất trên tài sản thanh khoản cao đang thấp cũng phục vụ mục đích tối ưu bằng cân đối, và không là chỉ báo cho một rủi ro thanh khoản trong ngắn hạn, theo chúng tôi. Trong dài hạn hơn, TCB dự kiến gia tăng cho vay vào các ngành nghề sản xuất, hàng tiêu dùng nhanh, ... vốn thường có kỳ hạn bình quân ngắn hơn, giảm áp lực lên các chỉ tiêu thanh khoản như tỉ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn, và có thể tối ưu bằng một chỉ số khác để ổn định NIM.

**Cơ sở để kỳ vọng vào tốc độ mở rộng bằng cân đối cao hơn mức bình quân lịch sử trong những năm tới là mức tăng trưởng tín dụng toàn ngành đi kèm đà phục hồi của nền kinh tế, hệ số an toàn vốn cao của TCB và các tỉ lệ thanh khoản ổn định.** Chúng tôi đánh giá hệ số CAR sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi chuyển dịch cho vay bán lẻ, trong khi các tỉ lệ về thanh khoản vẫn sẽ dễ dàng được quản lý trong hạn mức.

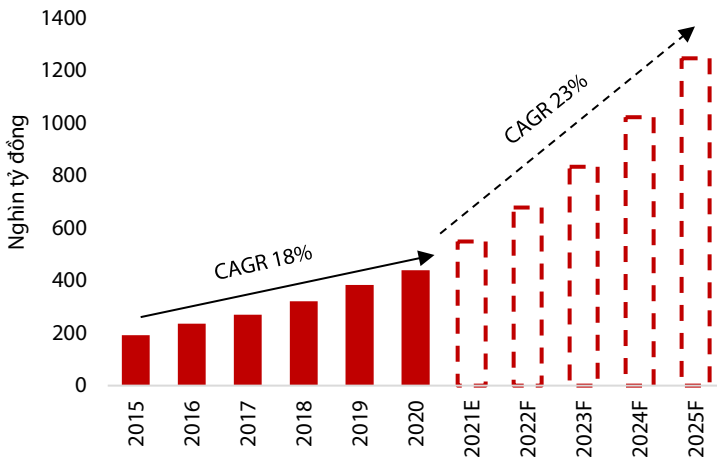
### Tăng tốc với chiến lược vốn phù hợp và chu kỳ thuận lợi

Trong giai đoạn sau IPO, chiến lược vốn có phần thận trọng đã khiến hiệu quả hoạt động không được tương xứng. Trong chiến lược tăng trưởng 2021-2025, ở kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng tốc độ mở rộng bảng cân đối sẽ mang lại ROE ổn định ở mức 20-22% và ROA duy trì mức cao.

Kết hợp với nhu cầu phục hồi, vốn sẽ tác động tích cực lên ngành ngân hàng và ngành bất động sản, TCB sẽ có nhiều lợi thế trong việc mở rộng danh mục cho vay với nguồn cung bất động sản tăng ổn định và tận dụng khả năng cung cấp sản phẩm lãi suất cạnh tranh.

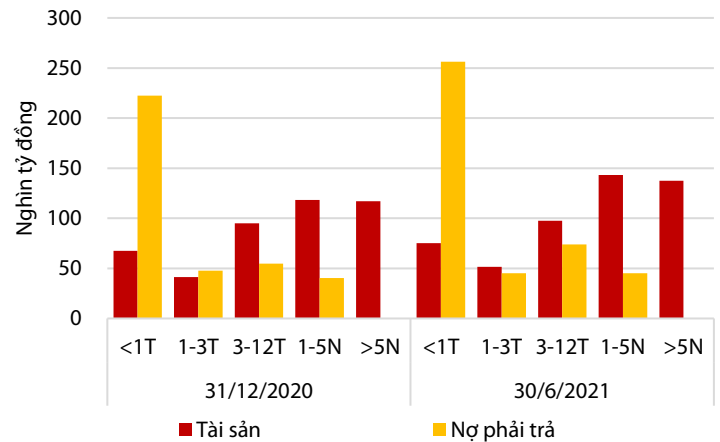
Ở phía huy động, khi lãi suất tăng trở lại kéo theo thay đổi cơ cấu kỳ hạn của tiền gửi toàn ngành vốn sẽ gây áp lực lên tiền gửi ngắn hạn và CASA, chúng tôi kỳ vọng sự chuyển dịch trong chiến lược trọng tâm của TCB, từ tiên phong giảm phí sang tập trung vào công nghệ và giá trị gia tăng của sản phẩm với hệ sinh thái, nhằm xây dựng nền tảng CASA ổn định và bền vững sẽ tạo lợi thế cho ngân hàng. Chúng tôi cũng kỳ vọng một đường cong lãi suất dốc hơn vốn thường diễn ra trong giai đoạn đầu của quá trình phục hồi sẽ mang lại cơ hội cải thiện NIM cho TCB nhờ chênh lệch kỳ hạn lớn trên bảng cân đối.

**Hình 8: Tăng trưởng tổng tài sản của TCB và dự phóng**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 9: Tài sản và nợ phân bổ theo rõ kỳ hạn còn lại**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

Tóm lại, chúng tôi đánh giá rằng giai đoạn dịch được kiểm soát dần sẽ dẫn đến xu hướng phục hồi của nền kinh tế Việt Nam lẫn thế giới, chính sách tiền tệ duy trì mở rộng để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP của Quốc hội sẽ tạo điều kiện cho TCB đạt tốc độ mở rộng bảng cân đối cao. **Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tổng tài sản đạt bình quân 23,2% giai đoạn 2021-2025, so với mức 18,0% của giai đoạn 2016-2020.**

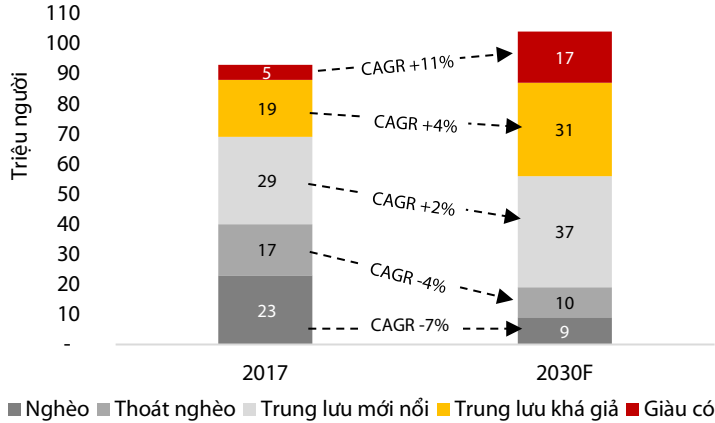
### Chất lượng tài sản tốt nhờ khẩu vị rủi ro phù hợp và danh mục cho vay chọn lọc

#### Chiến lược “rủi ro thấp – lợi nhuận cao” với phân khúc khách hàng sở hữu hồ sơ tín dụng và tốc độ tăng trưởng tốt

Với việc mở rộng hoạt động bán lẻ, tập trung phân khúc thu nhập cao (Affluent) và thu nhập khá (Mass affluent), chúng tôi kỳ vọng TCB có khả năng quản lý chi phí tín dụng phù hợp để đảm bảo hiệu quả. Nhờ chi phí huy động vốn thấp, TCB có thể chủ động định hướng danh mục vào các phân khúc phù hợp với khẩu vị rủi ro và sự am hiểu của ngân hàng đối với hành vi và hồ sơ tín dụng của tập khách hàng đó.

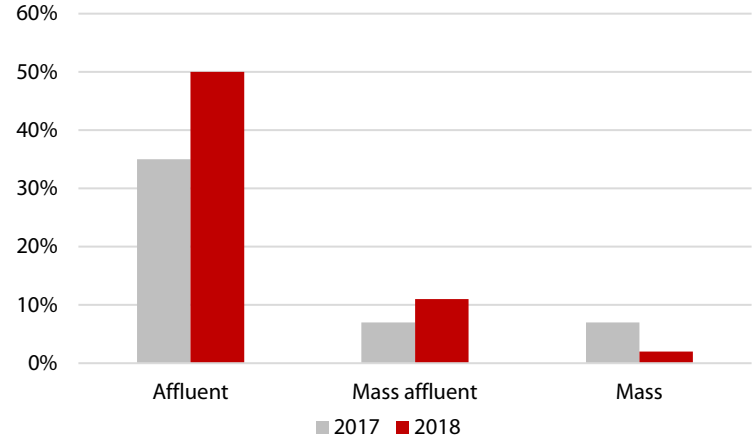
Với các phân khúc cao cấp này, quy mô thị trường dù không lớn về số lượng khách hàng khi so sánh với các thị trường tiêu dùng phân khúc thấp hơn, nhưng là nhóm khách hàng có tốc độ tăng trưởng cao và chất lượng tín dụng phù hợp. Điều này được hỗ trợ bởi xu hướng gia tăng thu nhập và chuyển dịch lên các tầng lớp cao hơn của khách hàng phân khúc trung bình (Mass). Trong đó, kết hợp với danh mục cho vay định hướng vào các mảng có nhu cầu cao như cho vay mua nhà và thẻ tín dụng, TCB có thể đạt được lợi suất tốt trên mỗi khách hàng, tăng trưởng dư nợ mà vẫn duy trì được khẩu vị rủi ro trung bình thấp.

**Hình 10: Dân số phân theo tầng lớp**



Nguồn: BCG, CTCK Rồng Việt. Có khác biệt về phân loại tầng lớp giữa TCB và BCG. Chúng tôi ước tính phần lớn phân khúc thu nhập cao (Affluent) và khá giả (Mass affluent) theo TCB được tính là nhóm Affluent của BCG.

**Hình 11: Thị phần ở các phân khúc bán lẻ của TCB (%)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

TCB là một trong những ngân hàng tiên phong áp dụng dữ liệu nội bộ và kết hợp nhiều nguồn từ bên ngoài vào các mô hình phân tích hành vi nhằm am hiểu khách hàng và đánh giá các tiêu chí rủi ro. Với mô hình đã rất thành công ở các phân khúc cao cấp, kết hợp với dữ liệu thu thập được từ nhóm khách hàng hiện hữu lẫn tiềm năng từ hệ sinh thái bán lẻ với Tập đoàn Masan, chúng tôi cho rằng TCB sẽ đạt được quy mô kì vọng ở phân khúc thu nhập khá. Trong khi đó, định hướng thận trọng ở phân khúc trung bình, thị trường cạnh tranh gay gắt, và việc chưa có lợi thế dữ liệu so với các ngân hàng đang chiếm lĩnh thị phần sẽ khiến tốc độ mở rộng tập khách hàng phân khúc thu nhập trung bình (Mass) không cao. TCB cũng chỉ kì vọng đưa ra những sản phẩm giới hạn và cụ thể cho một nhóm khách hàng nhất định phù hợp với khẩu vị của ngân hàng ở phân khúc này. Việc mở rộng danh mục có chọn lọc cũng được kì vọng sẽ giúp TCB tránh các rủi ro danh tiếng có thể có hoặc tác động không mong muốn lên định vị của ngân hàng, đặc biệt là khi ngân hàng đang nắm giữ thị phần lớn các khách hàng giàu có.

**Chúng tôi kì vọng phân khúc thị trường cao sẽ là tấm đệm hỗ trợ cho TCB trước các diễn biến vĩ mô trong trường hợp xấu, vốn thường có tác động lên các phân khúc thấp trước và quy mô lớn hơn.** Danh mục tài sản sẽ duy trì tích cực trong giai đoạn mở rộng nhanh sắp tới với chi phí tín dụng được kiểm soát tốt hàng đầu ngành và cân đối với hiệu quả hoạt động, ngay cả trong trường hợp chịu áp lực từ độ trễ trong hình thành nợ xấu do hệ quả của đại dịch.

**Khẩu vị rủi ro, hiệu quả mảng tín dụng và dự địa trích lập dự phòng đảm bảo chất lượng tài sản**

Xét về lĩnh vực cho vay, TCB tập trung định hướng tín dụng vào các ngành nghề mà ngân hàng có thể mạnh về hiểu biết, kinh nghiệm, dữ liệu và hệ sinh thái như chuỗi giá trị kinh doanh bất động sản và bán lẻ, cho vay mua nhà sơ cấp và đang tiến đến phát triển mảng cho vay mua nhà thứ cấp. Kết hợp chiến lược thận trọng trong việc mở rộng vòng tròn năng lực với khả năng áp dụng các mô hình phân tích dựa trên dữ liệu và công nghệ được đầu tư mạnh, điều này sẽ giúp quản lý, dự báo tốt và cảnh báo hiệu quả các rủi ro tín dụng và các rủi ro liên quan, giúp giảm độ biến động của chi phí rủi ro. Trên thực tế, tỉ lệ nợ xấu hình thành có xu hướng giảm dần trước khi bật tăng nhẹ do đại dịch. Tuy nhiên, tỉ lệ nợ xấu vẫn được ở mức thấp nhờ tăng cường xử lý rủi ro trên nền bộ đệm dự phòng dày. Chất lượng tài sản nhờ vậy cũng được duy trì ổn định. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ vẫn được duy trì với độ biến động thấp của tỉ lệ nợ xấu nhờ nguồn lực dự phòng tốt và có dự địa cải thiện.

**Cơ cấu thu nhập đa dạng với thế mạnh ở nhiều mảng kinh doanh ngoài lãi**

**Vị thế ngân hàng bán lẻ hàng đầu hưởng lợi từ hệ sinh thái và phân khúc khách hàng**

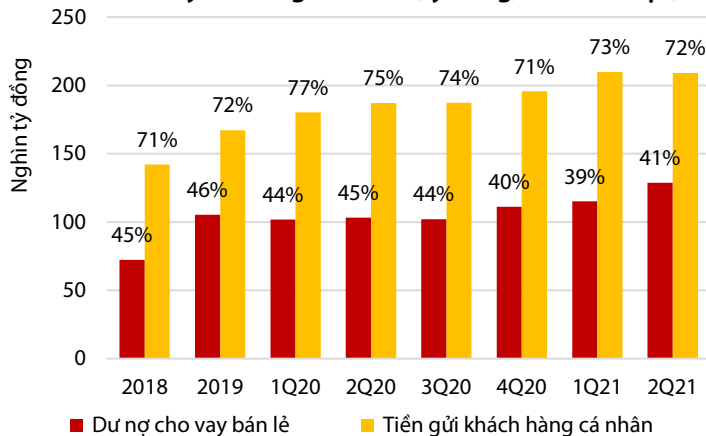
Những năm gần đây, các ngân hàng đều quan tâm và tập trung khai thác thị trường bán lẻ. Trong khi nhiều ngân hàng chỉ tập trung định hướng tín dụng vào phân khúc khách hàng cá nhân để đạt tỷ trọng dư nợ bán lẻ cao, TCB có lợi thế về đóng góp của mảng bán lẻ ở cả cho vay, huy động, đặc biệt là tiền gửi

thanh toán, và hoạt động thu nhập ngoài lãi. Do vậy, chúng tôi đánh giá TCB là một trong những ngân hàng bán lẻ toàn diện hàng đầu ngành.

Dù tỉ trọng cho vay bán lẻ chỉ duy trì quanh mức 40-46% trong giai đoạn 2015-2020 chủ yếu do tăng trưởng mạnh của mảng tín dụng bán buôn, huy động từ bán lẻ cải thiện rất tốt về mặt số lượng lẫn chất lượng với tỉ lệ CASA của khách hàng cá nhân tăng đều đặn lên mức cao nhất ngành. **Cơ sở huy động đóng vai trò quan trọng trong chiến lược trung dài hạn của TCB vì thể hiện tính gắn kết của khách hàng và khả năng người gửi tiền sử dụng dịch vụ bán chéo của ngân hàng.** Nhờ vậy, thu nhập phí của TCB đã đạt mức tăng trưởng bình quân hàng năm 27% trong giai đoạn 2016-2020, được dẫn dắt bởi các khách hàng cá nhân.

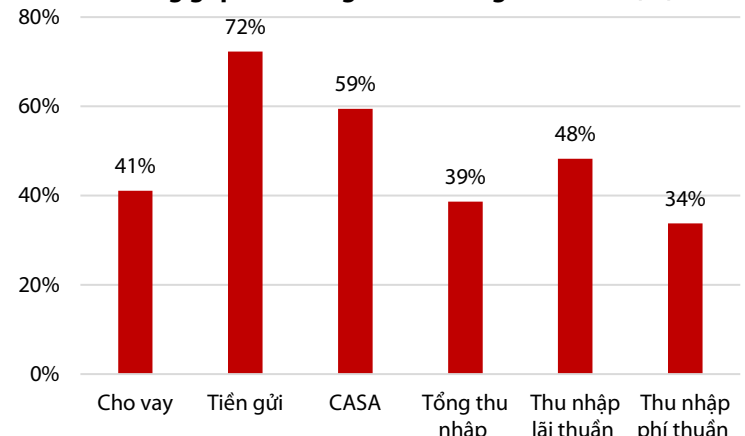
Hành vi của khách hàng bán lẻ cũng đóng vai trò quan trọng trong xu hướng chuyển đổi số các dịch vụ của ngân hàng. Tỉ lệ chuyển đổi lần tốc độ tăng trưởng của doanh số, khối lượng và giá trị đều cho thấy hoạt động bán lẻ hiệu quả của TCB. Đây là nền tảng để TCB đạt tốc độ tăng trưởng ổn định ở thu nhập lãi và ngoài lãi với cán cân lợi nhuận rủi ro tốt khi phân khúc bán lẻ, đặc biệt phân khúc trung và cao cấp, đang tăng trưởng nhanh về dân số và nhu cầu, lợi suất cao trong khi có hệ số rủi ro phù hợp.

**Hình 12: Cho vay và tiền gửi bán lẻ (tỷ đồng, % danh mục)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 13: Đóng góp của mảng bán lẻ trong năm 2020 (%)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Nền tảng công nghệ quản lý tài sản đóng vai trò quan trọng trong thu nhập ngoài lãi**

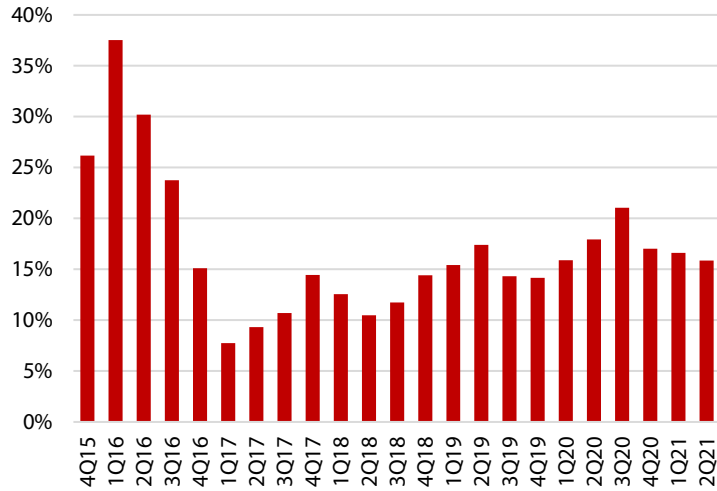
Với việc TCB định hướng trở thành ngân hàng đáp ứng đầy đủ các nhu cầu thiết yếu hàng ngày của khách hàng, TCBS đóng vai trò quan trọng trong hệ sinh thái hiện đại của ngân hàng. TCBS là công ty chứng khoán hàng đầu về quy mô tài sản quản lý, và đang đi theo định hướng công ty công nghệ quản lý tài sản (WealthTech). Chiến lược về công nghệ và sản phẩm khác biệt ngay từ giai đoạn đầu đã mang lại lợi thế cạnh tranh cho TCBS. Bên cạnh đó, thay vì tập trung cung cấp dịch vụ môi giới trong thị trường chứng khoán đang rất sôi nổi và cũng cạnh tranh gay gắt, TCBS tập trung vào mảng trái phiếu từ năm 2016, đồng thời duy trì mảng cổ phiếu với việc áp dụng công nghệ và phân tích dữ liệu để hỗ trợ đầu tư cho khách hàng. Chúng tôi đánh giá TCBS đã đáp ứng tốt nhu cầu của phân khúc khách hàng cao cấp, vốn yêu cầu đa dạng sản phẩm đầu tư với nhiều khẩu vị lợi nhuận và rủi ro khác nhau, đồng thời đáp ứng được quy mô vốn đầu tư.

Với những lợi thế về năng lực công nghệ và chuỗi giá trị sản phẩm dịch vụ, chúng tôi đánh giá TCBS là mảnh ghép thích hợp cho hệ sinh thái của TCB, và là yếu tố khác biệt đối với nhiều ngân hàng khác. TCBS cũng là một động cơ quan trọng trong đà tăng trưởng của TCB với 2.692 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế năm 2020, tăng 48% so với năm 2019, cao hơn các công ty chứng khoán niêm yết, và bằng 17% lợi nhuận trước thuế hợp nhất của TCB. Dù chưa có kế hoạch IPO hay tìm kiếm đối tác chiến lược ngay trong năm nay, chúng tôi nghĩ rằng định giá của TCBS sẽ không thua kém bất kì những công ty chứng khoán lớn đang niêm yết nếu việc phát hành thêm hoặc thoái vốn diễn ra. Hệ số định giá của TCBS có khả năng vượt trội so với các công ty chứng khoán truyền thống đang niêm yết nếu triển khai thành công việc chuyển



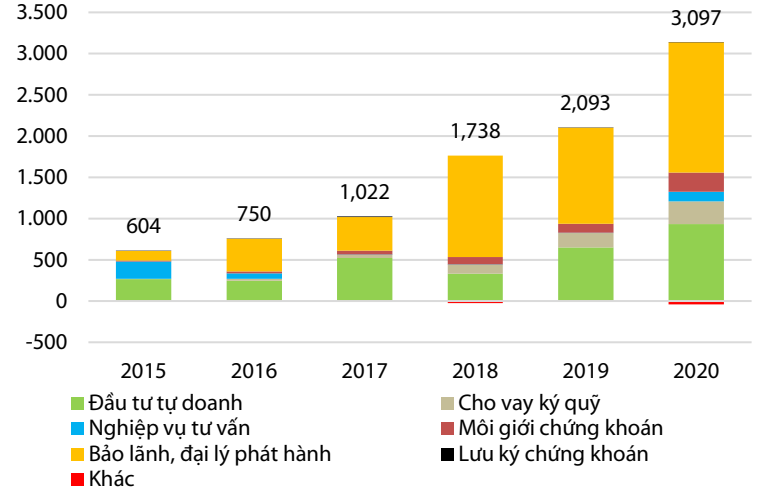
đổi trở thành một công ty công nghệ cung cấp dịch vụ nền tảng. TCBS là động cơ quan trọng thúc đẩy mảng thu nhập ngoài lãi của TCB, giúp ngân hàng sở hữu nguồn thu nhập đa dạng hàng đầu ngành.

**Hình 14: Đóng góp của TCBS trong LN TCB (% , dồn 4 quý)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 15: Cấu trúc lợi nhuận gộp của TCBS (tỷ đồng, %)**



Nguồn: TCBS, CTCK Rồng Việt

## Rủi ro

### Rủi ro tăng giá

bao gồm:

**Khả năng triển khai thành công mô hình ngân hàng đại lý.** TCB đang thử nghiệm mô hình kiosk tại các hệ thống cửa hàng thuộc Masan Group, cụ thể là công ty con The Crown X. Đây là mô hình đơn giản của ngân hàng đại lý mà TCB đang định hướng giống các quốc gia khác như Thái Lan. Mô hình này cho phép ngân hàng mở rộng quy mô và khả năng tiếp cận khách hàng rất lớn, trong khi chi phí giảm nhiều so với một chi nhánh hay phòng giao dịch thông thường. Đối với kế hoạch giai đoạn 2021-2025, chúng tôi cho rằng đây là một rủi ro tăng giá đối với TCB, khi ban lãnh đạo chia sẻ rằng các kế hoạch đặt ra là thận trọng và chưa bao gồm lợi ích cộng hưởng từ việc triển khai thành công và kết hợp sâu rộng lợi thế mạng lưới bán lẻ của Masan.

**Khả năng phát hành riêng lẻ, thoái vốn hoặc IPO công ty con.** TCB sở hữu công ty con tiềm năng trong mảng quản lý tài sản và ngân hàng đầu tư. Ngân hàng chưa có kế hoạch trong ngắn hạn, nhưng chúng tôi cho rằng các hoạt động tìm kiếm đối tác chiến lược hoặc niêm yết công ty con được kì vọng sẽ mang lại đà tăng giá mạnh mẽ cho cổ phiếu và nguồn thặng dư lớn cho TCB.

**Khả năng phát hành cho đối tác chiến lược.** TCB đang khóa tỉ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài ở mức thấp hơn quy định nhằm chờ đợi việc tìm kiếm đối tác chiến lược. Dù ngân hàng chưa có kế hoạch trong năm 2021, chúng tôi nghĩ rằng TCB là lựa chọn hàng đầu trong số các ngân hàng tư nhân hiện nay. Ngoài ra, hiệp định EVFTA đã kí kết yêu cầu Chính phủ Việt Nam cho phép nhà đầu tư nước ngoài đầu tư tối đa 49% vào một ngân hàng tư nhân. Dựa trên cấu trúc thu nhập của các ngân hàng ở Châu Âu, nơi mà tỉ trọng thu nhập từ lãi chỉ còn chiếm khoảng 50% tổng thu nhập (theo McKinsey), chúng tôi đánh giá TCB là ngân hàng có mô hình tương đồng, đồng thời có năng lực kết nối với các công ty công nghệ thanh toán dựa trên nền tảng dữ liệu hàng đầu, nên sẽ là mục tiêu tiềm năng.

### Rủi ro giảm giá

bao gồm:

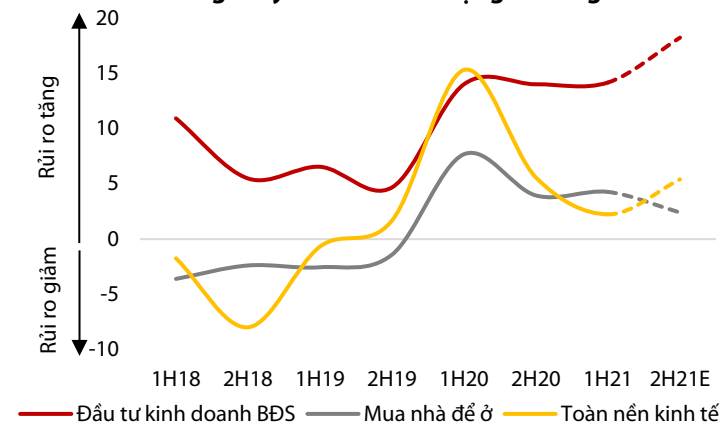
**Rủi ro chu kỳ bất động sản.** Về danh mục tín dụng, TCB vẫn tập trung cho vay liên quan tới chuỗi giá trị ngành bất động sản, trải dài từ nhà cung cấp, nhà phát triển và người mua nhà. Dư nợ nhóm này chiếm 70% cho vay doanh nghiệp, trong khi đó cho vay mua nhà chiếm khoảng 75-80% cho vay cá nhân. Tuy tỉ

lệ phơi nhiễm rủi ro đối với ngành bất động sản chiếm trên 70% tổng dư nợ, cơ chế kiểm soát rủi ro với việc tập trung vào phân khúc khách hàng có khả năng tài chính tốt, và định hướng cho vay bất động sản nhà ở và tập trung nội thành là nền tảng để duy trì tỉ lệ nợ xấu (NPL) mảng bất động sản thấp, ở mức 0,7% năm 2020. Danh mục liên quan tới bất động sản cũng chứng kiến sự chuyển dịch từ cho vay chủ đầu tư, nhà thầu sang cho vay mua nhà, nhằm đa dạng hóa ảnh hưởng tiêu cực từ thị trường. Đồng thời, TCB cũng có định hướng đa dạng hóa danh mục tín dụng sang các ngành nghề tiềm năng khác như hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), điện, nước. Dù vậy, chúng tôi đánh giá những lo ngại về rủi ro chu kỳ bất động sản là có cơ sở, vì với quy mô danh mục liên quan đến bất động sản hiện nay và tốc độ tăng trưởng bảng cân đối dự phóng, sẽ cần nhiều thời gian để TCB đưa tỉ lệ này về mức thấp. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đây là một rủi ro mang tính hệ thống hơn là rủi ro đặc thù của TCB.

**Rủi ro đối tác.** TCB đang trong quá trình xây dựng sản phẩm xoay quanh các đối tác lớn, với mục tiêu xây dựng hệ sinh thái giúp TCB tăng độ phủ và trải nghiệm khách hàng. Dù chiến lược phát triển này sẽ mang lại những lợi ích khác biệt cho khách hàng, song cũng có thể khiến TCB gặp phải khó khăn trong quá trình tăng trưởng về dư nợ do phụ thuộc, lẫn chịu rủi ro đối tác từ phía hệ sinh thái do tích hợp sâu rộng.

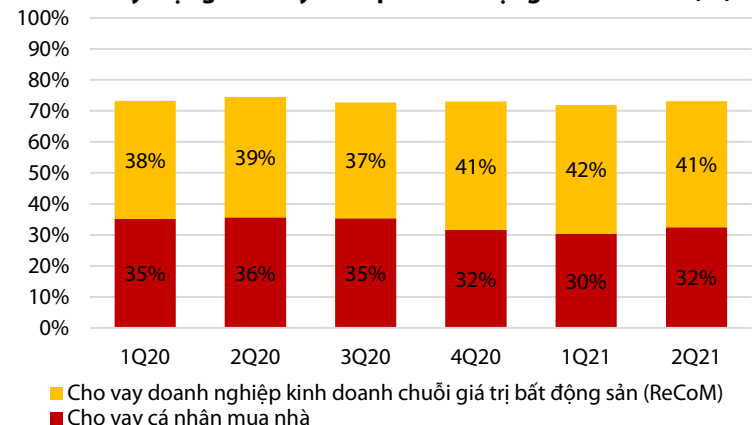
**Rủi ro từ dịch bệnh.** Thông thường, rủi ro tín dụng được phản ánh qua tỉ lệ nợ xấu nội bảng, tỉ lệ nợ xấu mới hình thành và chi phí trích lập dự phòng, và đồng thời là một rủi ro luôn hiện hữu trong hoạt động cơ bản của ngân hàng. Lãi suất cho vay theo đó cũng sẽ thay đổi theo cơ chế thị trường, rủi ro cao lợi suất cao. Tuy nhiên, dịch bệnh diễn ra tác động lên các hoạt động cơ bản này. Các ngân hàng giảm lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ người dân và doanh nghiệp theo chỉ đạo của Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước. Trong khi đó, bản chất của khoản vay trở nên rủi ro hơn khi người lao động bị giảm thu nhập, mất việc, doanh nghiệp bị giảm dòng tiền và lợi nhuận. Đồng thời, các ngân hàng cũng phải duy trì mục tiêu tăng trưởng bảng cân đối. Diễn biến trái ngược này gây áp lực lên NIM và hiệu quả của việc mở rộng bảng cân đối. Thông tư 03 được đánh giá là hành lang pháp lý hỗ trợ kịp thời cho hoạt động của ngành ngân hàng, giúp giảm áp lực lên chi phí tín dụng phân bổ trong năm. Trong thời gian tới, thu nhập khách hàng vẫn phụ thuộc vào tình hình diễn biến dịch COVID-19 vốn chưa ước tính được thời điểm có thể kết thúc. Tác động của dịch bệnh lên nền kinh tế có thể sẽ nghiêm trọng hơn với quy mô lây lan của làn sóng lây nhiễm lần này và các biện pháp giãn cách xã hội đang được Chính phủ triển khai. Nếu đại dịch kéo dài, các phân khúc cao cấp sẽ bắt đầu chịu tác động mạnh. Điều này sẽ làm tăng tỉ lệ nợ xấu hình thành tiềm năng và vẫn gây áp lực lên chi phí trích lập dự phòng dù được kéo giãn thời gian phân bổ do quy mô trích lập lớn.

**Hình 16: Xu hướng thay đổi rủi ro tín dụng toàn ngành**



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

**Hình 17: Tỷ trọng cho vay liên quan bất động sản của TCB (%)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Tổng quan**

Ngân hàng thương mại cổ phần Kỹ thương Việt Nam - TCB là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần đầu tiên với số vốn ban đầu là 20 tỷ đồng. Xuyên suốt chiều dài phát triển, TCB hoạt động với sự mệnh dẫn dắt hành trình số hóa của ngành tài chính, tạo động lực cho mỗi cá nhân, doanh nghiệp và tổ chức phát triển bền vững và bứt phá thành công. Tính tới cuối quý 1/2021, TCB hiện đã có hơn 310 điểm giao dịch khắp cả nước, vốn điều lệ hơn 35.000 tỷ đồng, cung cấp nhiều loại sản phẩm, dịch vụ đa dạng

cho hơn 8,4 triệu khách hàng cá nhân, doanh nghiệp, và đứng đầu về doanh số giao dịch thẻ Visa (debit và credit) tại Việt Nam.

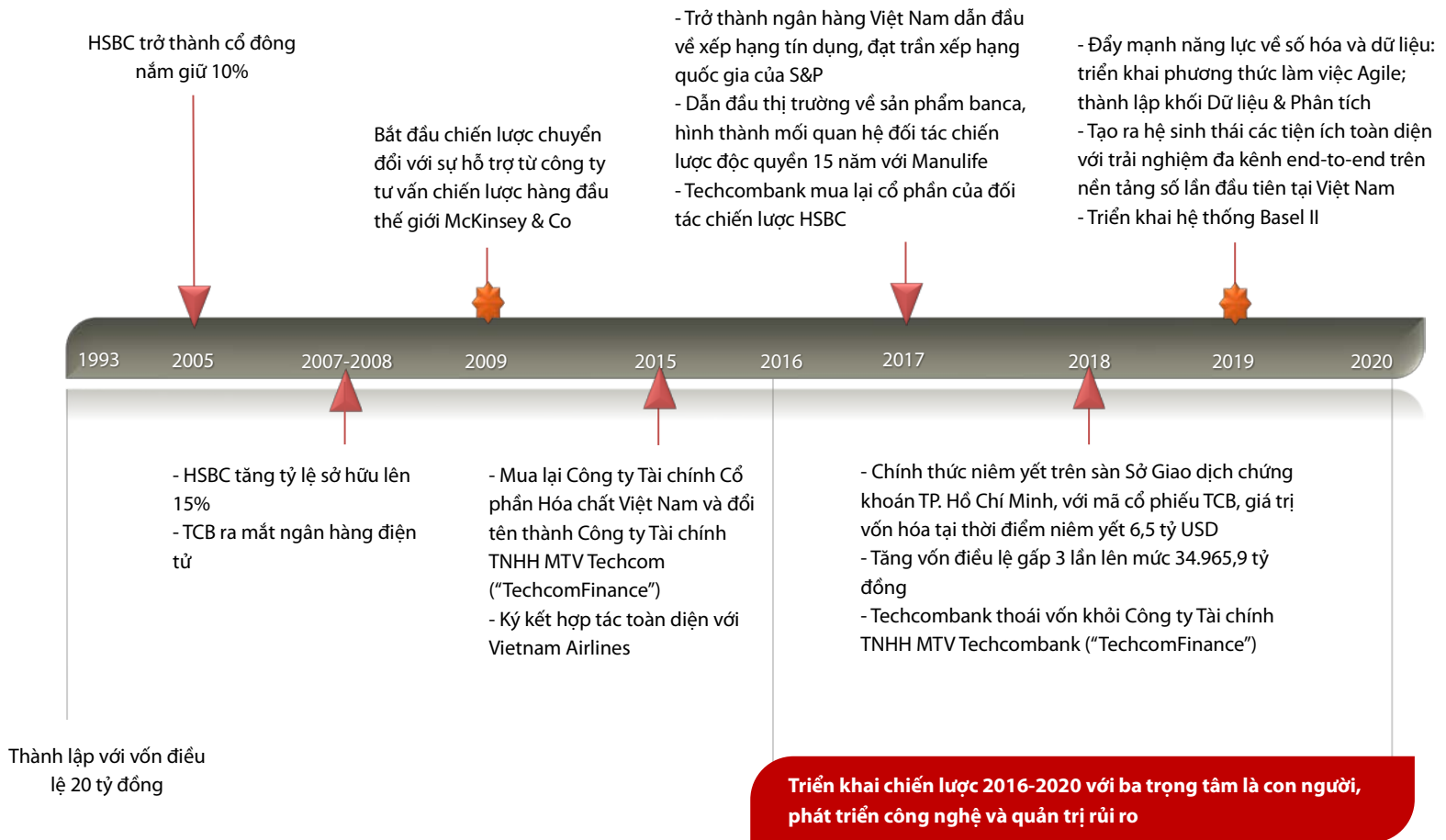
Năm 2018 đánh dấu một cột mốc quan trọng, khi TCB hoàn thành thương vụ IPO lớn nhất trong lịch sử ngành ngân hàng Việt Nam tính đến hiện tại, và tiến hành niêm yết trên Sở GDCK Thành phố Hồ Chí Minh với mã cổ phiếu HSX: TCB và giá trị vốn hóa 6,5 tỷ USD tại thời điểm niêm yết, trở thành một trong ba thương vụ IPO lớn nhất thị trường Đông Nam Á 2018.

**Vốn điều lệ**

Trải qua 40 lần tăng vốn điều lệ và IPO thành công vào năm 2018, hiện tại TCB là ngân hàng TMCP tư nhân lớn nhất trong nước với tổng vốn điều lệ lên đến hơn 35.000 tỷ đồng, xếp thứ 5 trong toàn hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam, chỉ sau 3 ngân hàng quốc doanh và Ngân hàng thương mại cổ phần Quân đội (MB).

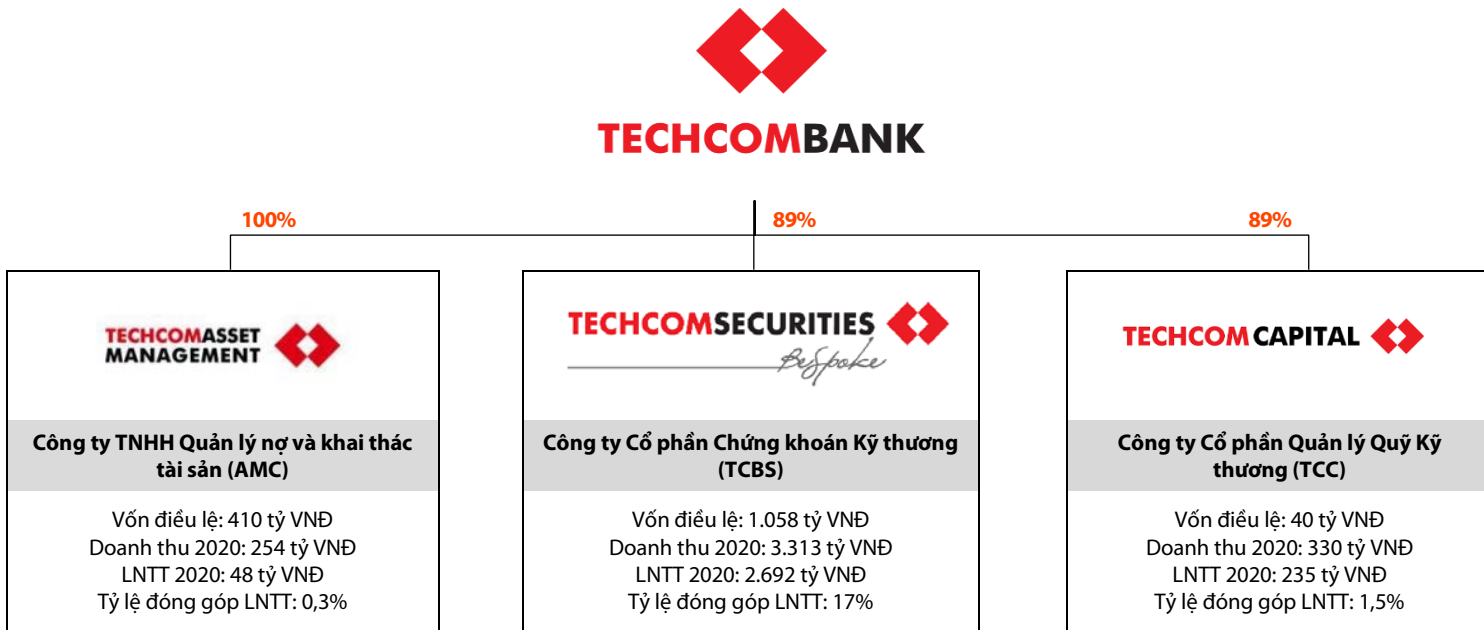
**Lịch sử phát triển**

**Hình 18: Quá trình thành lập và phát triển của TCB cho đến năm 2020**

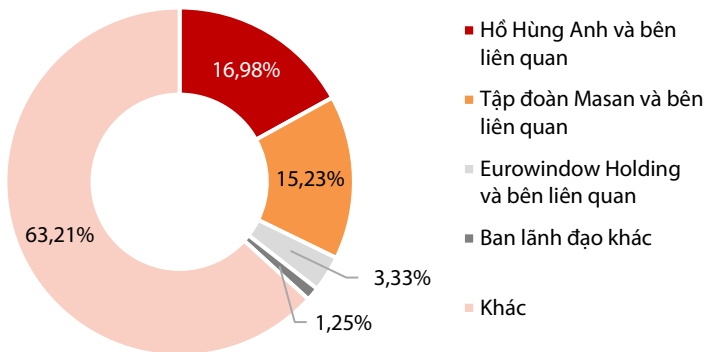


**Cơ cấu tổ chức**

**Hình 19: Cơ cấu tổ chức của TCB năm 2020**

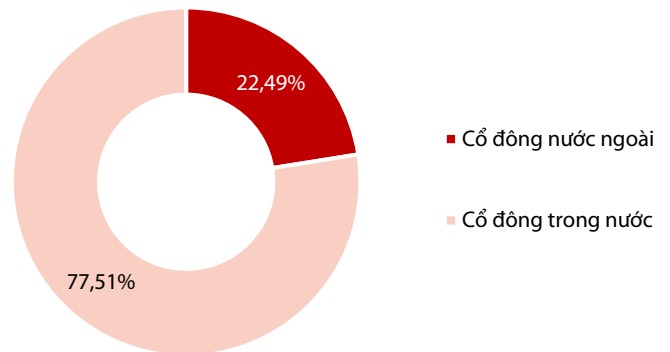


**Hình 20: Tỷ lệ sở hữu của các cổ đông lớn (Tính đến cuối năm 2020)**



Nguồn: Fiiipro, TCB, CTCK Rông Việt

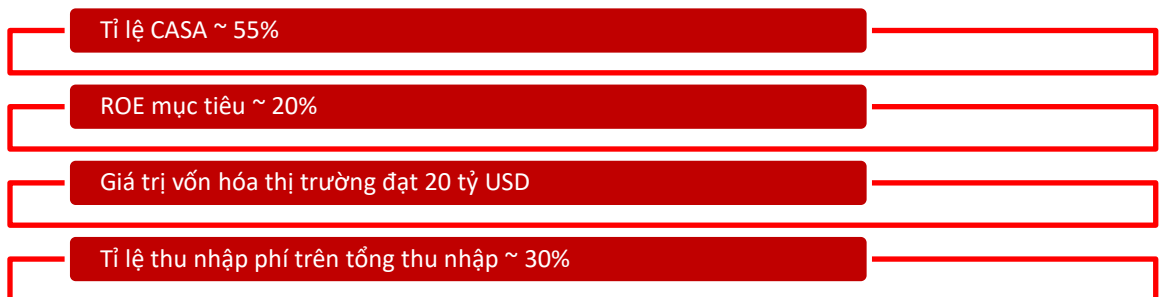
**Hình 21: Cơ cấu sở hữu (Tính đến tháng 6/2021)**



Nguồn: VSD, CTCK Rông Việt

**Chiến lược giai đoạn 2021-2025**

**Hình 22: Mục tiêu kinh doanh chiến lược 2021-2025**



Nguồn: TCB, CTCK Rông Việt

Trong chiến lược 5 năm (2021-2025), TCB tập trung xây dựng nền tảng cung cấp giá trị cho khách hàng tốt hơn với quy mô lớn hơn thông qua ba nền tảng chính gồm Số hóa, Dữ liệu và Nhân tài.

**Mục tiêu giá trị vốn hóa 20 tỷ USD vào năm 2025** (Hình 22). Việc xây dựng hệ sinh thái được dẫn dắt bởi dữ liệu giúp ngân hàng thúc đẩy tăng trưởng doanh thu, giảm chi phí vận hành và cải thiện năng suất. Đây là nền tảng để duy trì tốc độ tăng trưởng về vốn chủ lẫn lợi nhuận, vốn sẽ phản ánh qua giá trị vốn hóa thị trường. Trong tương lai gần, TCB sẽ tập trung số hoá toàn diện các mảng nghiệp vụ và hoạt động để mang đến giải pháp tài chính toàn diện theo hướng phát triển hành trình trải nghiệm của khách hàng.

**Mục tiêu ROE cải thiện ở mức 20%** (Hình 22), cao hơn mức của năm 2020 là 18%. Để đạt được hiệu quả hoạt động tốt hơn tại quy mô lớn hơn, TCB tiếp tục tập trung vào các nguồn lợi nhuận lớn nhất bao gồm cho vay mua nhà, quản lý tài sản, đồng thời phát huy các lĩnh vực thế mạnh. Danh mục tín dụng của ngân hàng trong 5 năm tới vẫn tiếp tục tập trung vào phân khúc khách hàng mục tiêu có thu nhập và khả năng trả nợ tốt, phân khúc cho vay mua nhà có tài sản thế chấp với mục tiêu đem lại giải pháp toàn diện cho những phân khúc này. Trong đó, phân khúc khách hàng khá giả và DNVVN sẽ là động lực mới, đồng thời TCB cũng tìm kiếm sự đa dạng và tốc độ tăng trưởng cao ở các lĩnh vực hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), điện, nước.

Bên cạnh đó, sự cải thiện trong hiệu quả hoạt động được kì vọng đóng góp bởi thu nhập ngoài lãi, mà TCB đặt **mục tiêu tỉ lệ thu nhập phi trên tổng thu nhập hoạt động là 30%** (Hình 22), cao hơn gần hai lần so với hiện tại. TCB có khả năng đạt được những mục tiêu này nhờ nền tảng thu nhập ngoài lãi rất đa dạng và thuộc các mảng tăng trưởng cao mà TCB đang tiên phong. Đồng thời, hệ sinh thái của TCB sẽ giúp tăng trưởng các hoạt động bán chéo này. Hai ngành nghề trụ cột của nền kinh tế Việt Nam, mà các đối tác của TCB đang là những doanh nghiệp hàng đầu nắm giữ thị phần lớn trên thị trường, được kì vọng là nền tảng cho TCB dễ dàng thực hiện chiến lược đa dạng hóa danh mục tín dụng (cho vay và trái phiếu doanh nghiệp) lẫn các sản phẩm dịch vụ theo chuỗi. Đây cũng là những nền tảng để giữ chân khách hàng và tạo ra chi phí chuyển đổi cao, gián **tiếp thu hút nguồn vốn giá rẻ thể hiện qua tỉ lệ CASA, được đặt mục tiêu 55% trong 5 năm tới** so với mức 46% cuối năm 2020.

Trong việc hiện thực hóa các mục tiêu trên, trụ cột Nhân tài là một nền tảng quan trọng, nhằm nâng cao hiệu quả vận hành, tự động hóa quy trình, và tăng năng suất với các dịch vụ dành cho cán bộ nhân viên và cấp quản lý. Điều này được xác định là nền tảng để mang lại các giá trị thiết yếu, không chỉ cho chính hệ thống nhân sự, mà còn đẩy mạnh chất lượng dịch vụ cho các khách hàng, khi bộ mặt của ngân hàng được đại diện bởi các nhân sự tuyển đầu. Vào năm 2020, TCB đã triển khai thành công giai đoạn đầu tiên của dự án chuyển đổi nhân sự với hệ thống theo dõi ứng viên mới hỗ trợ đầy đủ cho quá trình tuyển dụng. Giai đoạn 2 đã được khởi động và tập trung vào chuyển đổi các quy trình nhân sự cốt lõi, phân hệ trả lương và phân hệ đào tạo.

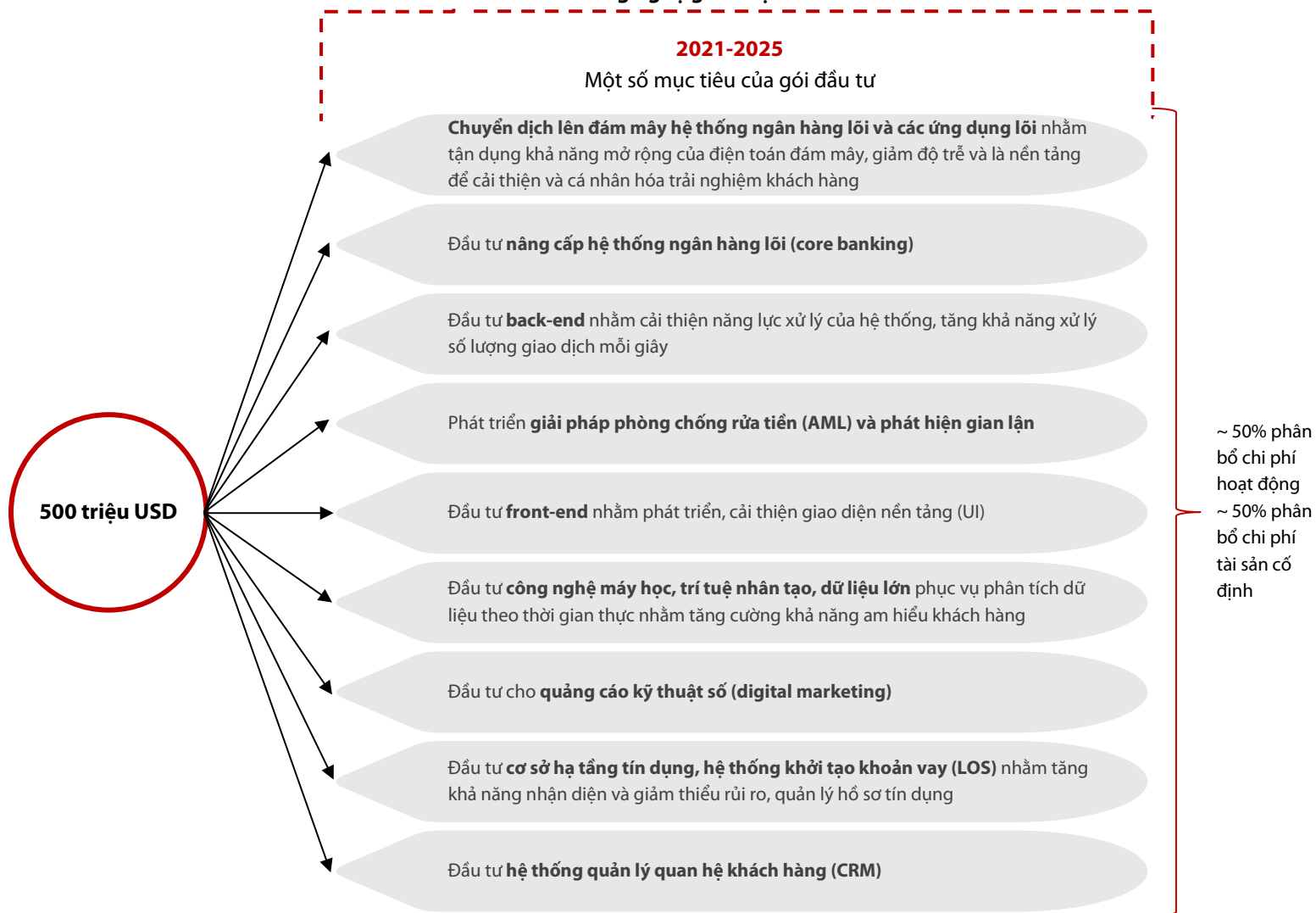
### Chiến lược số

Với mật độ thâm nhập công nghệ cao với tỷ lệ kết nối internet đạt hơn 70% (tháng 1/2021) tại Việt Nam, các kế hoạch về ngân hàng số và chuyển đổi số là những bước đi tất yếu để đạt được mục tiêu phát triển bền vững và duy trì cạnh tranh. Với TCB, các bước đi mang tính chiến lược đã được thực hiện liên tục nhằm tự động hóa quy trình, tập trung hóa dữ liệu. Dựa trên nhu cầu tìm hiểu khách hàng sử dụng nguồn dữ liệu lớn từ nội bộ và các đối tác, Khối Dữ liệu và Phân tích (DnA) được thành lập với độ ngũ có nhiều kinh nghiệm làm việc trong môi trường quốc tế, tại nhiều ngân hàng hàng đầu. Điều này được kỳ vọng sẽ giúp TCB khẳng định vị thế tiên phong trong việc ứng dụng dữ liệu lớn, công nghệ máy học, trí thông minh nhân tạo. Thông qua đó, hành trình trải nghiệm của khách hàng được kỳ vọng củng cố và nâng cao khi các điều kiện về giá trị cho khách hàng được đặt làm trọng tâm trong mọi chiến lược của TCB.

Kể từ 2016, hành trình số hóa bắt đầu với đầu tư phát triển nền tảng cho các dịch vụ thẻ, các kênh giao dịch thanh toán, chuyển tiền, đồng thời tiếp tục triển khai các chương trình cho các giao dịch trực tuyến, hoàn tiền cho các giao dịch qua thẻ ghi nợ. Trong giai đoạn tiếp theo, TCB tiếp tục thể hiện sự cam kết trong hành trình chuyển đổi số với khoản đầu tư 500 triệu USD cho công nghệ, lớn nhất trong ngành ngân hàng Việt Nam.

Nguồn lực từ gói đầu tư công nghệ và dữ liệu sẽ giúp TCB dễ dàng mở rộng hệ sinh thái. TCB hiện chỉ hợp tác với One Mount Group (OMG) trong việc đưa ví điện tử vào hệ sinh thái của ngân hàng, thay vì hợp tác với các ví điện tử thịnh hành trên thị trường. Cách tiếp cận thận trọng và có chọn lọc của TCB đối với các đối tác, dù có thể chịu áp lực về thị phần khi các ngân hàng khác đang cố gắng hợp tác với càng nhiều công ty công nghệ càng tốt, nhưng sẽ đảm bảo tính nhất quán, giá trị cộng hưởng và giá trị gia tăng cho hệ sinh thái, qua đó đảm bảo được sự cải thiện của hành trình khách hàng. Tuy vậy, ngân hàng cũng hiểu rõ tầm quan trọng của việc trở nên có thể tích hợp dễ dàng để mở rộng hệ sinh thái xuống các phân khúc thấp hơn và tiếp cận nhanh hơn, đồng thời mở rộng nguồn lực dữ liệu nhằm tìm hiểu các nhóm khách hàng.

**Hình 23: Cam kết đầu tư công nghệ giai đoạn 2021-2025**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Phân tích tài chính**

Chúng tôi sử dụng mô hình CAMELS để phân tích TCB.

C (Capital – Nguồn vốn): TCB sở hữu bộ đệm vốn dày với hệ số CAR cao hàng đầu ngành. TCB có dư địa cải thiện hệ số an toàn vốn thông qua hệ số rủi ro bình quân nhờ định hướng chuyển dịch cơ cấu danh mục cho vay. Với chất lượng tăng trưởng cao và ổn định, TCB có khả năng duy trì lợi thế về nền tảng vốn dày hàng đầu ngành trong giai đoạn 2021-2025.

A (Assets quality – Chất lượng tài sản): TCB có danh mục cho vay bán lẻ phân khúc thu nhập khá và cao,

trong khi nhóm khách hàng doanh nghiệp chủ yếu là các tập đoàn hàng đầu trong các lĩnh vực mà TCB có kinh nghiệm. Nhờ tiên phong trong việc áp dụng dữ liệu để am hiểu và dự báo hành vi và nhu cầu của khách hàng, qua đó đánh giá hồ sơ rủi ro, TCB có tỉ lệ nợ xấu hình thành ròng thấp và tỉ lệ nợ xấu, nợ nghi ngờ và nợ cơ cấu được kiểm soát tốt. Phần lớn các cam kết ngoại bảng của ngân hàng là các hợp đồng kỳ hạn và hoán đổi tiền tệ nhằm mục đích phục vụ khách hàng. Năng lực tài chính của tập khách hàng và hạn chế phơi nhiễm rủi ro với các ngành nghề dễ tổn thương bởi đại dịch cũng giúp ngân hàng giảm thiểu tác động từ các đợt giãn cách xã hội. Chúng tôi đánh giá ổn định với chất lượng tài sản của TCB.

**M (Management – Năng lực quản trị):** Ban lãnh đạo của TCB có nhiều kinh nghiệm ở các thị trường phát triển hơn với nhiều công nghệ được áp dụng thành công trong lĩnh vực tài chính ngân hàng. Điều này đảm bảo năng lực quản trị và khả năng thực thi chiến lược, được phản ánh qua việc tối ưu các chỉ số về doanh thu, lợi nhuận trên các nguồn lực và quản trị chi phí tốt, gồm chi phí hoạt động và chi phí rủi ro.

**E (Earnings – Chất lượng lợi nhuận):** Nguồn lợi nhuận đa dạng, cơ sở vốn dày và lợi thế cạnh tranh về chi phí là nền tảng duy trì hiệu quả hoạt động cao và qua đó, tăng trưởng về quy mô bền vững. Thu nhập lãi thuần sau chi phí rủi ro được thúc đẩy bởi hạn mức tín dụng cao hàng đầu ngành và biên NIM điều chỉnh rủi ro hiệu quả. Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi được đóng góp bởi hệ sinh thái với TCBS và các dịch vụ ngân hàng trên nền tảng công nghệ tiên tiến.

**L (Liquidity – Thanh khoản):** TCB chủ động quản lý thanh khoản thông qua cấu trúc tài sản nợ - có trong điều kiện lợi suất tài sản ngoài cho vay thấp nhằm tối ưu hiệu quả. Trong ngắn hạn, một số tỉ lệ về thanh khoản của TCB có ít dư địa cải thiện do lợi thế về tiền gửi ngắn hạn và tận dụng dịch chuyển kì hạn, kết hợp với áp lực từ yêu cầu tính toán các tỉ lệ thanh khoản quy định theo kỳ hạn thực tế thay vì kỳ hạn hành vi. TCB đang triển khai các phương án tăng cường bộ đệm thanh khoản bằng nguồn vốn trung dài hạn từ thị trường quốc tế nhằm tận dụng nền lãi suất thấp, tỷ giá ổn định và mức tín nhiệm cao của TCB.

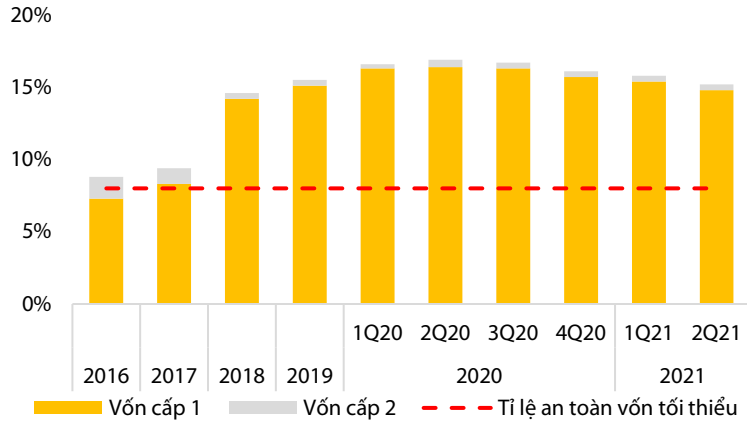
**S (Sensitivity – Độ nhạy):** Trong môi trường lãi suất biến động, tính ổn định của CASA và tính gắn kết của khách hàng là mục tiêu chiến lược của TCB khi ngân hàng sở hữu cấu trúc bảng cân đối có chênh lệch kỳ hạn và chênh lệch kỳ tái định giá lớn. Liên tục cải thiện chất lượng dịch vụ và trải nghiệm khách hàng với công nghệ hàng đầu là cơ sở duy trì tính bền vững của CASA nói riêng và nguồn vốn huy động nói chung, trong khi định hướng đa dạng hóa danh mục cho vay sang sẽ giúp giảm kỳ hạn bình quân và mức chênh lệch cảm ròng. Lãi suất tăng cũng sẽ có tác động tích cực lên lợi nhuận của TCB.

### **Bộ đệm vốn mạnh với dư địa duy trì ổn định**

Nhờ thương vụ IPO lớn nhất lịch sử ngành ngân hàng và chính sách hạn chế chia cổ tức nhằm duy trì nguồn lực tăng trưởng, TCB hiện tại là ngân hàng TMCP sở hữu nền tảng vốn cao so với mức trung bình ngành. Cụ thể, nhóm ngân hàng TMCP tư nhân đã áp dụng Thông tư 41/2016/TT-NHNN (tương đương Basel II) đạt tỉ lệ an toàn vốn bình quân 10,9% tại thời điểm cuối năm 2020. Tỉ lệ này đối với nhóm ngân hàng quốc doanh trên toàn hệ thống là 8,94%, trong khi hệ số an toàn vốn CAR (Basel II) của TCB là 16,1%, cao gấp hai lần so với yêu cầu tối thiểu của Trụ cột I Basel II là 8%.

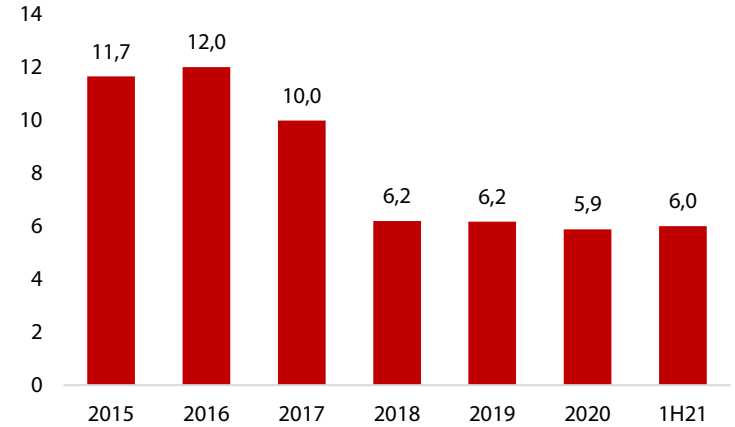
Tỉ lệ đòn bẩy (tổng tài sản trên vốn chủ) duy trì quanh mức 6 lần những giai đoạn vừa qua, thấp nhất trong số các ngân hàng niêm yết. Chúng tôi kì vọng với chiến lược tăng trưởng cao giai đoạn 2021-2025, mức đòn bẩy sẽ chịu áp lực, nhưng vẫn duy trì khoảng cách an toàn so với bình quân ngành và không tác động nhiều lên hệ số an toàn vốn (CAR). Việc duy trì chính sách hạn chế cổ tức tiền mặt nhằm dành nguồn lực cho tăng trưởng và phát hành ESOP định kỳ với giá trị hợp lý cũng góp phần duy trì nền tảng vốn.

**Hình 24: Tỷ lệ an toàn vốn của TCB (%)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 25: Tỷ lệ đòn bẩy của TCB (lần)**



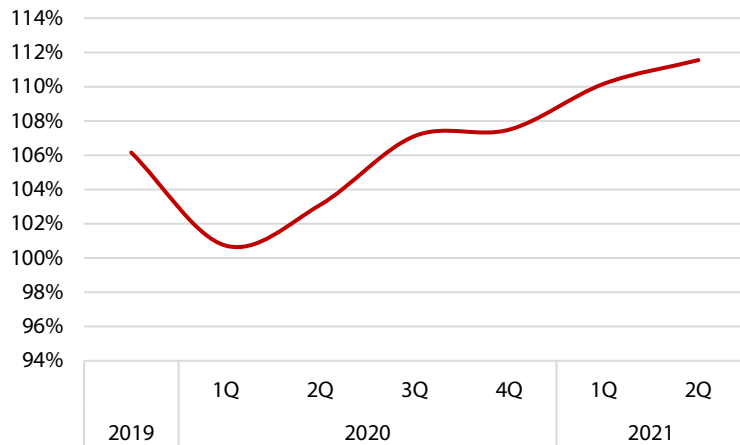
Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

Hệ số an toàn vốn cao (1) là nền tảng cho tốc độ tăng trưởng mạnh, (2) giúp TCB được phân vào nhóm ngân hàng nhận hạn mức tăng trưởng tín dụng hàng đầu, và (3) là một trong các cơ sở để các tổ chức quốc tế đánh giá TCB cao hàng đầu trong ngành Ngân hàng Việt Nam, đưa TCB trở thành ngân hàng duy nhất chỉ bị hạn chế bởi mức trần xếp hạng tín nhiệm quốc gia theo Moody's.

Bên cạnh đó, TCB vẫn còn dư địa cải thiện hệ số CAR nhờ kiểm soát hệ số rủi ro bình quân (\*) theo Basel II. Trước giai đoạn dịch bệnh, hệ số này đã giảm từ mức 106% năm 2019 về gần 100% vào quý 1 năm 2020 nhờ danh mục cho vay chuyển dịch tăng mảng phân khúc bán lẻ, gián tiếp đưa CAR tăng mạnh. Tuy nhiên, với việc dịch bệnh bùng nổ năm 2020 khiến tốc độ giải ngân cho vay các phân khúc khách hàng cá nhân cao cấp chậm lại, tỷ trọng cho vay khách hàng doanh nghiệp lớn tăng lên và kéo theo là hệ số rủi ro bình quân toàn hàng tăng. Tuy nhiên, hệ số CAR vẫn duy trì mức tốt trong thời gian dịch bệnh.

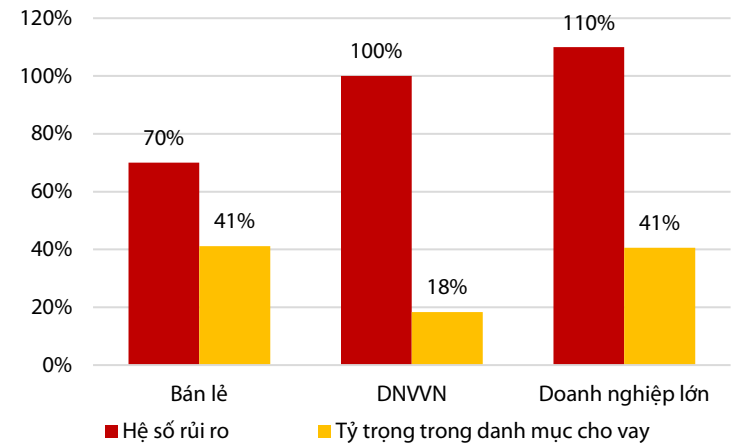
(\*) Hệ số rủi ro bình quân: bằng tổng tài sản có rủi ro trên tổng tài sản.

**Hình 26: Hệ số rủi ro bình quân toàn hàng (Basel II, %)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 27: Hệ số rủi ro bình quân theo phân khúc tại 6T2021 (%)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi kỳ vọng hệ số rủi ro bình quân sẽ được cải thiện tốt trong trung hạn nhờ chuyển dịch cơ cấu cho vay sang phân khúc bán lẻ và doanh nghiệp vừa và nhỏ (DNVVN). Dựa trên nền tảng vốn dồi dào, kết hợp với chỉ số hiệu quả hoạt động ROA ổn định ở mức cao nhất ngành ngân hàng Việt Nam và lợi thế từ chính sách tiền tệ mở rộng, chúng tôi đánh giá TCB sẽ đạt được tốc độ tăng trưởng tín dụng hàng đầu trong giai đoạn sau đại dịch, thực thi tốt chiến lược 2021-2025 để gia tăng tổng tài sản đáng kể và đồng thời cải thiện chỉ số ROE. Bộ đệm vốn cũng sẽ mang lại cho TCB nguồn lực để hấp thụ các cú sốc đến từ thị trường tài sản nếu có, trong đó có bất động sản, trong thời kỳ phục hồi kinh tế nhưng chứa nhiều sự không chắc chắn này.

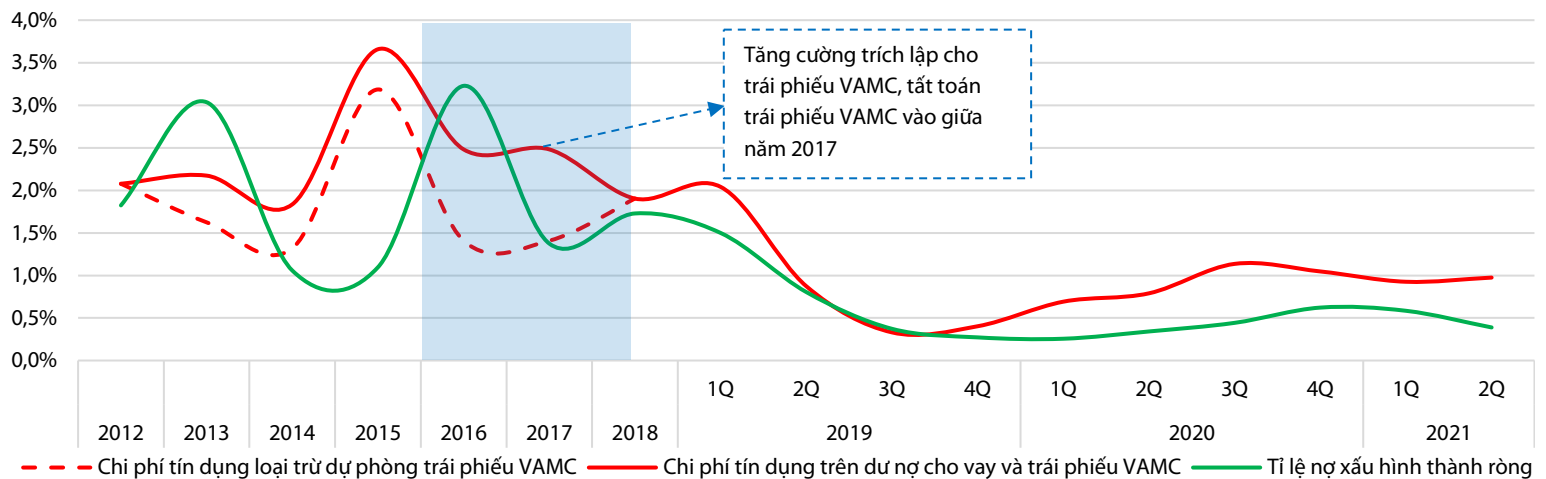


**Cải thiện chất lượng tài sản và tạo bộ đệm dự phòng trong bối cảnh tăng trưởng nhanh nhờ áp dụng công nghệ và định vị tập khách hàng**

TCB có tỉ lệ nợ xấu (NPL) thấp nhất ngành, đạt mức 0,47% cuối năm 2020, và giảm còn 0,36% trong quý 2/2021. Đây là hệ quả của quá trình tăng cường trích lập và tích cực xử lý rủi ro nợ xấu kể từ sau khi tắt toán trái phiếu VAMC và được thúc đẩy bởi dịch bùng phát nhằm tạo không gian cho nợ xấu tiềm năng. Tỉ lệ nợ xấu hình thành ròng cũng được kiểm soát một phần nhờ chính sách cơ cấu nợ và giữ nguyên nhóm nợ. Chi phí tín dụng duy trì mức cao so với nợ xấu hình thành nhằm cải thiện bộ đệm dự phòng. Kết hợp với lãi suất cho vay cạnh tranh giúp tiếp cận hồ sơ tín dụng phù hợp, danh mục tín dụng tập trung vào các phân khúc khách hàng cao cấp và tác động “chữ K” (\*\*\*) của đại dịch, chúng tôi nghĩ rằng dù ngân hàng không thể tránh khỏi ảnh hưởng tiêu cực của các đợt giãn cách xã hội, TCB có nhiều dư địa về lợi nhuận hoạt động để kiểm soát chất lượng bằng cân đối và sở hữu tấm đệm tốt.

(\*\*) Tác động chữ K: các thành phần kinh tế khác nhau chịu ảnh hưởng và phục hồi trong thời gian và với độ lớn khác nhau.

**Hình 28: Tỉ lệ nợ xấu hình thành và chi phí tín dụng trên dư nợ cho vay của TCB (% , dồn 12 tháng)**

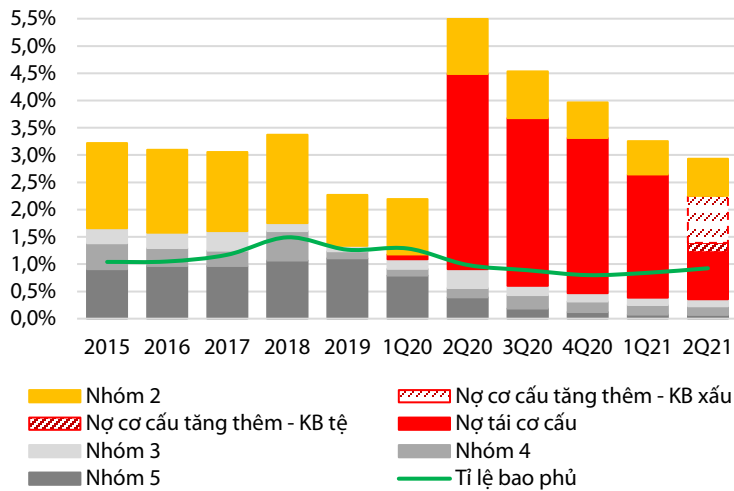


Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

TCB duy trì chi phí tín dụng trên các khoản vay ở mức cao hơn so với giai đoạn 2019 khi điều kiện kinh tế đang trong giai đoạn thuận lợi. Điều này cũng giúp TCB có dư địa sử dụng dự phòng để xóa bỏ nợ xấu nội bảng nhằm cải thiện chất lượng bảng cân đối và tạo dư địa cho vay. Cụ thể, chi phí tín dụng trên dư nợ cho vay duy trì xu hướng giảm kể từ quá trình phục hồi sau giai đoạn tái cơ cấu ngành ngân hàng. Chi phí rủi ro loại trừ VAMC giảm mạnh hơn và duy trì ở mức thấp năm 2016, tạo không gian để tích cực trích lập cho trái phiếu VAMC và hoàn thành tắt toán năm 2018. Do vậy, tỉ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) duy trì mức trung bình, quanh 50%.

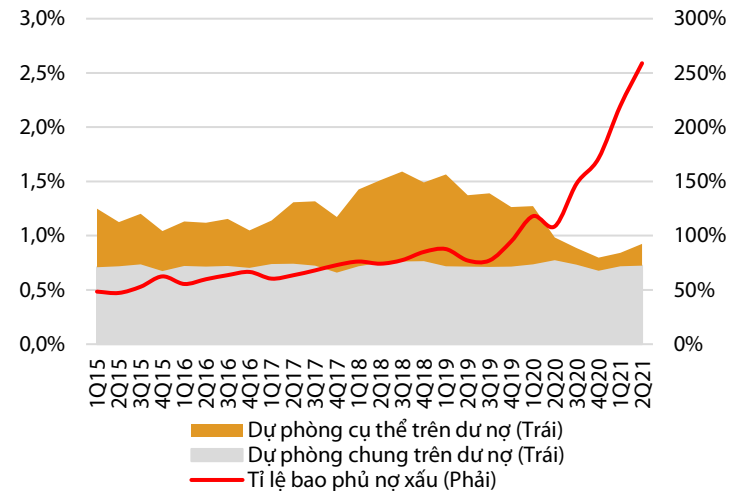
Sau khi tắt toán VAMC và thực hiện niêm yết, tổn thất tín dụng dự kiến (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp) giảm dần về mức 1,5% năm 2019, trước khi tăng trở lại do tác động của dịch. Dưới tác động của đại dịch, TCB tăng cường trích lập cho nợ xấu tiềm tàng. Tỉ lệ chi phí tín dụng trên dư nợ cho vay (dồn 4 quý) duy trì quanh mức 0,9-1,1% kể từ quý 3/2020, cao hơn 1-1,5 lần nợ xấu nội bảng hình thành trong kỳ. Đồng thời, TCB đã đẩy mạnh xử lý các khoản cho vay có vấn đề và xóa bỏ các khoản nợ có khả năng mất vốn, dẫn đến tỉ lệ nợ nhóm 5 của ngân hàng giảm xuống còn dưới 0,1%. Nhờ chính sách giữ nguyên nhóm nợ, tỷ lệ hình thành nợ xấu mới 2020 chỉ vào khoảng 0,5%, thấp hơn rất nhiều so với mức 1,7% - 3,5% trong giai đoạn 2015-2019. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá sẽ có độ trễ từ tác động của dịch khiến tỉ lệ này tăng trở lại nhưng không biến động mạnh. Chúng tôi cho rằng TCB sẽ duy trì xu hướng trích lập dự phòng cao hơn đáng kể nợ xấu hình thành trong vài năm tới nhằm tăng cường bộ đệm dự phòng trong thời điểm biến động hiện nay.

**Hình 29: Tỷ lệ nợ xấu (nhóm 3-5), nợ cần chú ý (nhóm 2), nợ tái cơ cấu trong các kịch bản và tỷ lệ bao phủ trên tổng dư nợ (%)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 30: Tỷ lệ bao phủ trên nợ xấu và tỷ lệ dự phòng trên tổng dư nợ (%)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

Nhờ tăng cường trích lập và tích cực xử lý rủi ro nợ nhóm 5, tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng mạnh trên nền tỷ lệ nợ xấu thấp, đạt 259% cuối quý 2/2021. Yếu tố khiến chúng tôi đánh giá cao TCB là tỷ lệ nợ xấu mới hình thành ròng được kiểm soát tốt.

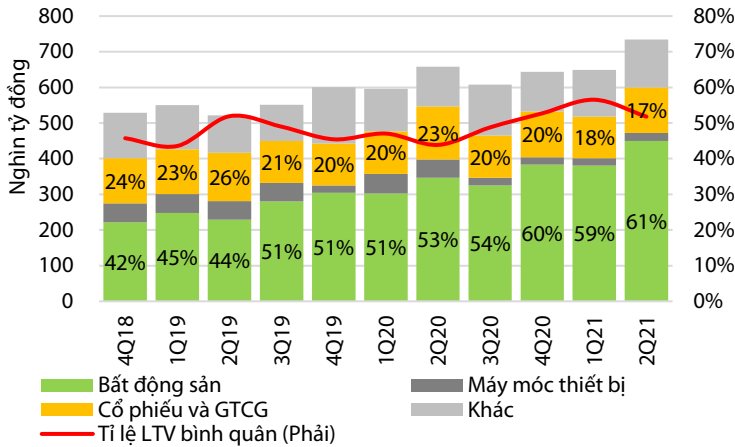
Dù được hỗ trợ bởi Thông tư 01 và Thông tư 03 giúp giữ nguyên nhóm nợ của một số khoản nợ tái cơ cấu, chúng tôi đánh giá mức chi phí tín dụng trên các khoản cho vay hiện nay (1,0% dồn 12 tháng cuối quý 2/2021) là thận trọng khi điều chỉnh cho phần trích lập cho nợ tái cơ cấu đang được giữ nguyên nhóm nợ. Phần trích lập tăng thêm cho nợ tái cơ cấu cuối quý 2/2021 (khoảng 2.700 tỷ đồng tương đương 0,9% tổng dư nợ) còn khá thấp, ở mức khoảng 100 tỷ đồng và đã được trích lập một phần trong nửa đầu năm 2021. Phần trích lập tăng thêm tối thiểu cho nợ cơ cấu năm 2021 theo Thông tư 03 chỉ ở mức khoảng 30-34 tỷ đồng. Hiện tại, tổng nợ xấu và nợ tái cơ cấu đang chiếm 1,2% danh mục cho vay, tương đương tỷ lệ bao phủ nợ xấu điều chỉnh là 76%, xấp xỉ mức độ bao phủ của nhóm ngân hàng quy mô vừa và nhỏ (từ 7 ngân hàng niêm yết lớn nhất, 75% quý 2/2021). Nếu tính thêm nhóm nợ cần chú ý, tổng nhóm nợ này sẽ chiếm 1,9% tổng dư nợ. Trong kịch bản xấu tệ mà ngân hàng công bố, tác động lên nợ tái cơ cấu là tăng thêm 0,2% toàn danh mục, tức chiếm khoảng 1,0% tổng dư nợ. Trong kịch bản xấu (rất tiêu cực) được TCB mô phỏng, tác động lên nợ tái cơ cấu so với hiện tại làm tăng thêm 0,9% dư nợ, đồng nghĩa tổng cộng nợ xấu, nợ tái cơ cấu và nợ cần chú ý là 2,9% danh mục cho vay. Từ các kịch bản thử sức chịu đựng trên, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực về độ biến động của chi phí tín dụng, vốn đang ở mức 1,1%, sau khi cân nhắc bộ đệm dự phòng, vốn đang tương đương 0,9% danh mục cho vay. Trong đó, 22% là dự phòng cụ thể. Chúng tôi đánh giá tỷ lệ bao phủ hiện tại có thể không ổn định do nền thấp của tỷ lệ nợ xấu. Chi phí tín dụng duy trì mức cao sẽ giúp ngân hàng có nguồn lực xử lý rủi ro và kiểm soát tỷ lệ NPL. Do vậy, chúng tôi đánh giá tỷ lệ nợ xấu có thể duy trì dưới mức 1,0% trong những năm tới và tỷ lệ bao phủ có thể duy trì trên 150%.

Với việc Thông tư 03 đã được sửa đổi gần đây, chúng tôi đánh giá nợ tái cơ cấu sẽ tăng trở lại trong nửa cuối năm 2021 và 2022. Độ trễ trong hình thành nợ xấu và dịch bệnh diễn biến phức tạp giai đoạn vừa qua cũng là các nguyên nhân. Tuy vậy, áp lực lên trích lập dự phòng có thể không quá lớn khi xem xét phần trích lập tăng thêm (100 tỷ đồng) cho khoản nợ tái cơ cấu hiện nay (2.700 tỷ đồng).

Chúng tôi đánh giá cao tầm đệm về tài sản đảm bảo, chủ yếu là bất động sản và giấy tờ có giá. Đây là yếu tố hỗ trợ giảm áp lực lên chi phí tín dụng. Tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản đảm bảo (LTV) được duy trì ở mức thận trọng là một trong những nguyên nhân khiến chi phí trích lập dự phòng tăng thêm tối thiểu theo Thông tư 03 ở mức thấp. TCB cũng là ngân hàng có khẩu vị rủi ro thấp, với tỷ lệ cho vay có tài sản đảm bảo luôn duy trì mức cao. Trong năm 2021, ngân hàng cũng tập trung cho vay các bất động sản nội thành ở các thành phố lớn nhằm tránh tác động của cơn sốt đất nền và tiếp cận nhóm khách hàng nhu

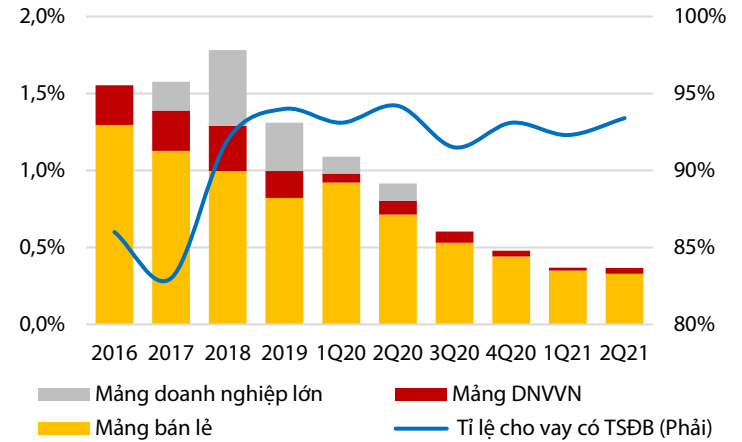
cầu thực. Ngoài ra, việc đầu tư các hệ thống quản trị tín dụng khách hàng bán lẻ và doanh nghiệp mới của Moody's dự kiến được nâng cấp năm nay sẽ giúp TCB duy trì năng lực tối ưu hóa cán cân lợi nhuận rủi ro thông qua sử dụng dữ liệu để đánh giá và dự báo hành vi và rủi ro khách hàng tốt hơn, tiếp tục cải thiện hiệu quả của hoạt động phê duyệt và quản lý tín dụng, giảm áp lực lên tỉ lệ hình thành nợ xấu mới.

**Hình 31: Danh mục tài sản đảm bảo và tỉ lệ LTV (tỷ đồng, %)**



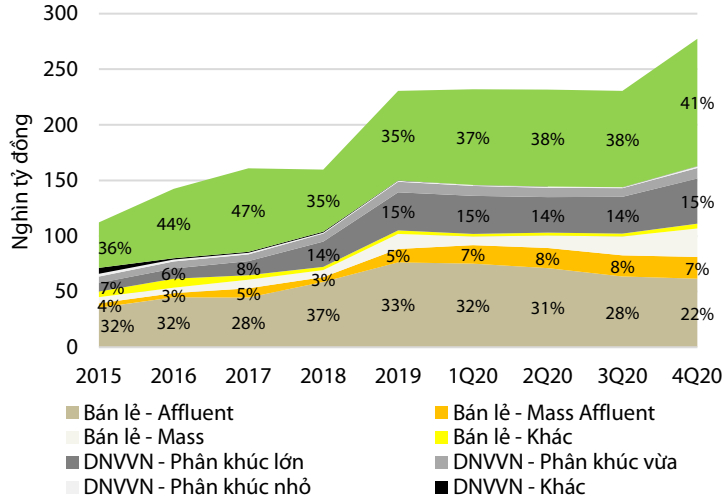
Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 32: Đóng góp tỷ lệ nợ xấu và tỉ lệ cho vay có TSDB (%)**



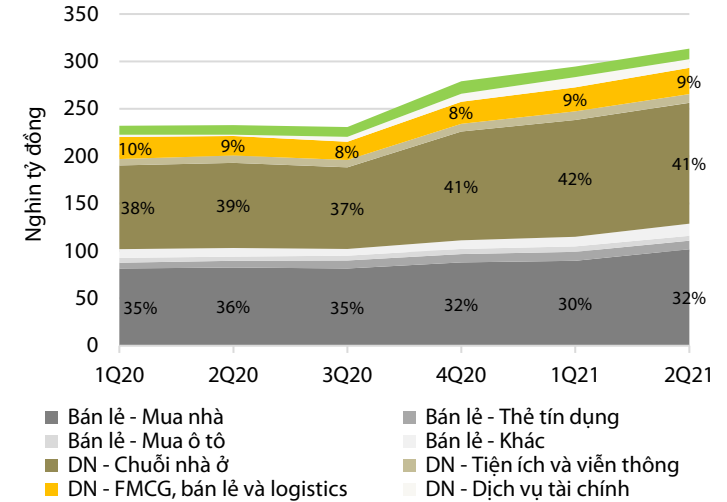
Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 33: Danh mục cho vay theo phân khúc khách hàng (nghìn tỷ đồng, %)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 34: Danh mục cho vay theo lĩnh vực và sản phẩm (nghìn tỷ đồng, %)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

TCB là ngân hàng sở hữu danh mục trái phiếu doanh nghiệp lớn nhất hệ thống nhờ hệ sinh thái với các doanh nghiệp lớn. Nhu cầu phát hành trái phiếu doanh nghiệp tăng những năm qua, phù hợp với định hướng về phát triển quy mô thị trường của Chính phủ. Nghị định 81/2020 cũng góp phần đảm bảo chất lượng tăng trưởng của thị trường. Dự nợ trái phiếu doanh nghiệp của TCB tăng trưởng mạnh giai đoạn 2015-2018. TCB cũng duy trì thế mạnh về hoạt động phân phối trái phiếu cho nhà đầu tư thông qua TCBS.

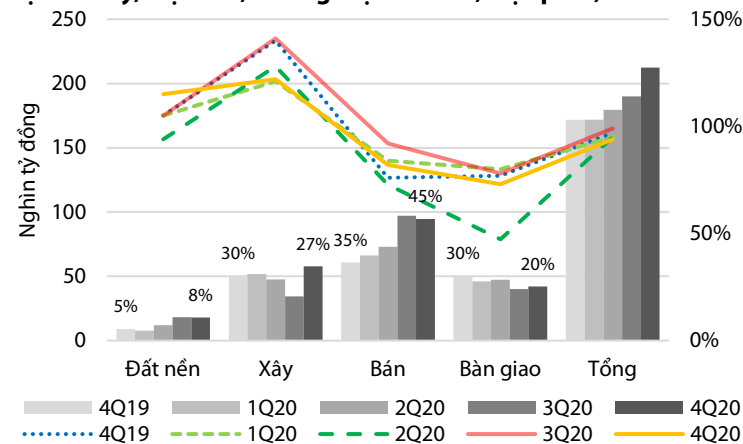
**Danh mục cho vay của TCB tập trung phân khúc khách hàng có năng lực tài chính tốt với các khoản vay có tài sản thế chấp.** Nhóm khách hàng phân khúc cao (Affluent, Mass Affluent và nhóm doanh nghiệp quy mô lớn) vốn có hồ sơ tín dụng tốt chiếm 85% dư nợ, giúp TCB có bộ đệm đối với các cú sốc như đại dịch. Tỉ lệ này tăng từ mức 79% năm 2015, dẫn dắt bởi nhóm DNVVN phân khúc cao. Trong khi đó đối với mảng ngân hàng bán lẻ, dư nợ phân khúc khách hàng cao cấp duy trì tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2015-2019, trước khi sụt giảm nhẹ trong đại dịch do nhu cầu đầu tư giảm. Đây là nhóm khách hàng đã có bất động sản để ở. Do vậy, chúng tôi kì vọng nhu cầu đầu tư sẽ trở lại đi kèm nguồn cung tốt hơn và thị trường bất động sản sôi động hơn trong giai đoạn mở cửa và phục hồi sau dịch. TCB duy trì vị

thể ngân hàng nắm giữ thị phần hàng đầu phân khúc thu nhập cao này. Phân khúc thu nhập khá duy trì nhu cầu tín dụng ổn định, đồng thời TCB cũng tiếp cận có chọn lọc thành công nhóm khách hàng phân khúc trung bình với nhu cầu bất động sản nhà ở thực. Chúng tôi kì vọng tỷ trọng đóng góp của nhóm khách hàng bán lẻ thu nhập tốt sẽ duy trì trong giai đoạn 2021-2025 với tỷ trọng trên tổng dư nợ cải thiện nhờ định hướng tập trung cho vay bán lẻ. Đồng thời, kế hoạch mở rộng sang phân khúc nhà ở thứ cấp dự kiến giúp TCB gia tăng thị phần đối với khách hàng thu nhập khá (Mass Affluent). Đối với nhóm khách hàng doanh nghiệp, chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng gia tăng ở phân khúc SME quy mô vừa và quy mô lớn.

TCB sở hữu danh mục cho vay liên quan đến bất động sản lớn, với tổng dư nợ cho vay mua nhà và doanh nghiệp chuỗi nhà ở (ReCoM) duy trì quanh mức 73% kể từ cuối quý 1/2020 khi dịch vừa bùng phát. Trong đó, nhu cầu tín dụng của nhóm doanh nghiệp đang tốt hơn nhóm khách hàng cá nhân vay mua nhà, chủ yếu là vay mua đầu tư. Dư nợ mảng hàng tiêu dùng nhanh, bán lẻ và dịch vụ hậu cần (logistics) cũng ổn định quanh mức 10% tổng dư nợ. Chúng tôi kỳ vọng dư nợ nhóm này sẽ là một trong những động lực tăng trưởng trong giai đoạn 2021-2025, tập trung phân khúc DNVVN nhờ cách tiếp cận theo chuỗi giá trị.

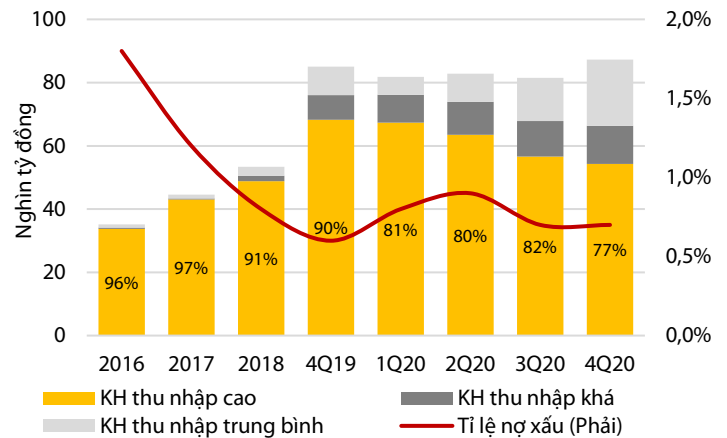
Với việc tỷ trọng cho vay của lĩnh vực du lịch và giải trí chỉ chiếm 1,0% tổng dư nợ, tác động trong ngắn hạn của đại dịch có thể kiểm soát tốt. Kết hợp với khả năng tiếp cận hồ sơ tín dụng tốt với lãi suất cạnh tranh và danh mục khách hàng có năng lực tài chính ổn định, chất lượng tài sản của TCB dự kiến sẽ duy trì ở mức an toàn cao hơn trung bình ngành. Chiến lược đa dạng hóa trong kế hoạch 5 năm là nền tảng để tiếp tục cải thiện chất lượng tài sản và tạo dư địa kiểm soát tỉ lệ nợ xấu và tỉ lệ nợ xấu hình thành.

**Hình 35: Dư nợ cho vay theo giai đoạn và hệ số rủi ro (cột: dư nợ cho vay, trục trái; đường: hệ số rủi ro, trục phải)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 36: Dư nợ và tỉ lệ nợ xấu cho vay mua nhà (tỷ đồng, %)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

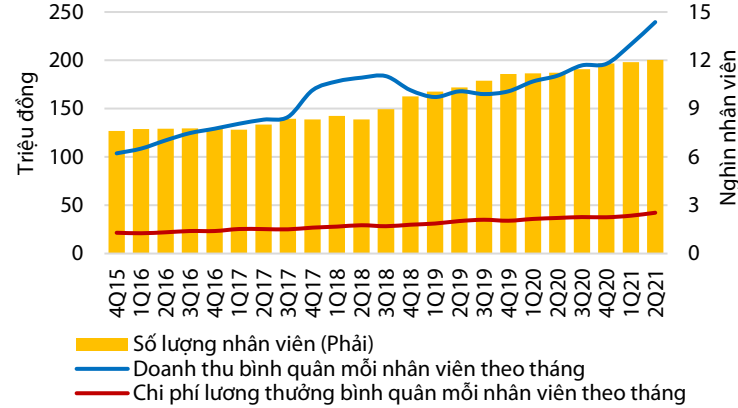
Về mức độ phơi nhiễm rủi ro đối với mảng bất động sản, chúng tôi vẫn duy trì đánh giá chất lượng ổn định nhờ tập trung các sản phẩm có hệ số rủi ro trung bình hoặc thấp, thanh khoản cao, đối tác lớn và có thương hiệu. Điều này giúp đảm bảo tính ổn định của nhu cầu thực, kiểm soát rủi ro thanh khoản và khả năng tăng trưởng dư nợ. Cụ thể hơn, đối với khách hàng doanh nghiệp, TCB tập trung cho vay giai đoạn xây dựng và bán hàng, thay vì giai đoạn đất nền. Trong năm 2020, TCB cũng không cho vay bán lẻ phân khúc đất nền vốn nhiều rủi ro và có nhiều đợt tăng giá nóng. Hệ số rủi ro bình quân theo Basel II đối với danh mục cho vay bất động sản (bao gồm kinh doanh BĐS và vay mua nhà) duy trì quanh mức 95-100%, thấp hơn hệ số rủi ro toàn hàng. Phân khúc khách hàng bán lẻ mua nhà phần lớn là thu nhập cao. Tỉ lệ nợ xấu cho vay mua nhà cũng được duy trì ổn định dưới 1% kể từ 2018.

**Quản trị hiệu quả trên nền tảng số hóa và dữ liệu**

TCB là ngân hàng chi lương thưởng bình quân cho mỗi nhân viên cao nhất ngành ngân hàng, 42 triệu đồng/tháng (dồn 12 tháng). Hiệu suất của nhân sự của TCB cũng cao tương ứng, đạt 240 triệu đồng/tháng và dẫn đầu toàn hệ thống cuối quý 2/2021. Năng suất cạnh tranh của nguồn nhân lực TCB đã thể hiện năng lực quản trị của ngân hàng trong việc tối ưu hóa nguồn lực và tận dụng nền tảng công nghệ.

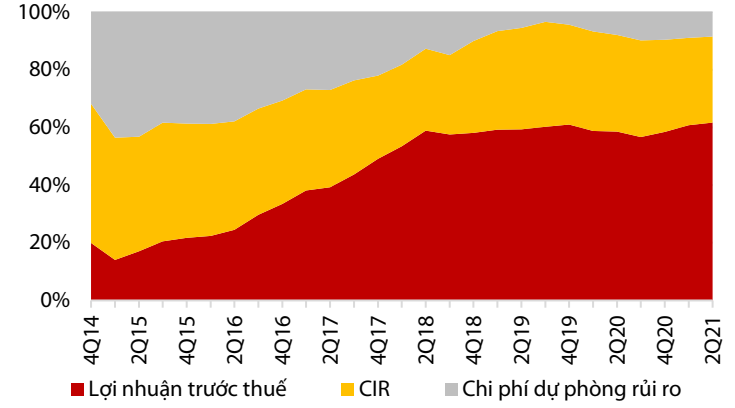
Quy mô nhân sự mở rộng mạnh, đạt hơn 12 nghìn nhân sự cuối quý 2/2021, tương đương tăng 62% so với cuối năm 2014. Tuy vậy, quy mô này vẫn thấp hơn nhiều so với các ngân hàng so sánh và các ngân hàng quốc doanh. Việc TCB có lợi nhuận cao thứ ba toàn hệ thống năm 2020 (trước quý khen thưởng phúc lợi) và cao thứ hai sau 6 tháng đầu năm 2021 cùng với các chỉ số hiệu quả hoạt động (ROA) cao nhất ngành đã chứng minh tính hiệu quả của việc mở rộng quy mô bằng cân đối và hệ thống nhân sự.

**Hình 37: Số lượng nhân viên và hiệu suất và chi phí trên mỗi nhân viên (dồn 4 quý)**



Nguồn: TCB, CTCK Rông Việt

**Hình 38: Phân bổ tổng thu nhập hoạt động theo quý (dồn 4 quý, %)**



Nguồn: TCB, CTCK Rông Việt

Về mặt quản trị chi phí, TCB là ngân hàng có biên lợi nhuận ròng cao hàng đầu ngành. Hệ số CIR (dồn 4 quý) cũng thuộc nhóm thấp nhất ngành, duy trì trong biên độ 30%-35% kể từ đầu năm 2020. Chúng tôi đánh giá hệ số này sẽ duy trì ở mức hiện tại trong giai đoạn đầu của quá trình đầu tư công nghệ do phân bổ trực tiếp 50% gói đầu tư công nghệ 500 triệu USD của giai đoạn 2021-2025, trước khi giảm về mức thấp hơn sau khi hoàn thành ghi nhận chi phí.

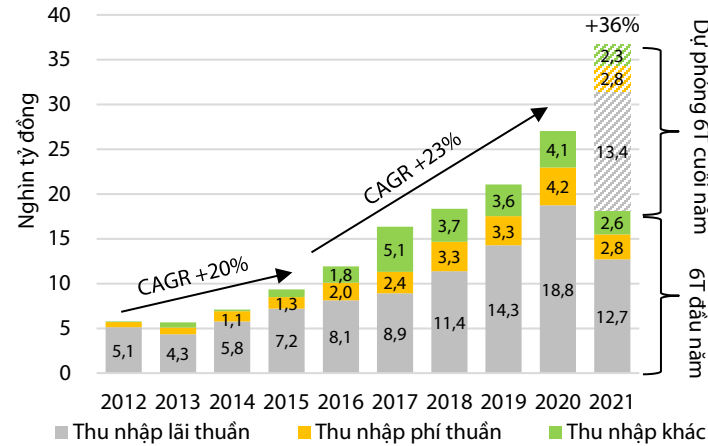
Chi phí trích lập dự phòng cũng đang chịu áp lực trong thời điểm dịch bệnh và rủi ro tín dụng của nền kinh tế gia tăng. TCB duy trì kiểm soát chi phí rủi ro rất tốt khi chỉ chiếm 9% tổng thu nhập hoạt động, trong khi tỉ lệ chi phí tín dụng đang dao động quanh mức cao nhất kể từ đầu năm 2019. Biên lợi nhuận trước thuế (dồn 4 quý) đạt 62% sau 6T2021, cao nhất trong lịch sử của TCB. Khi xem xét các yếu tố bao gồm hệ số CIR đang trong giai đoạn đầu tư lớn và chi phí rủi ro trong một giai đoạn khó khăn đặc biệt của nền kinh tế, chúng tôi nghĩ rằng biên lợi nhuận cao lịch sử hiện tại vẫn có thể bền vững trong một chu kỳ dài nhờ dư địa cải thiện CIR, và có thể đạt mức cao hơn trong những chu kỳ phục hồi và tăng trưởng của nền kinh tế.

Kết hợp với ban lãnh đạo nhiều kinh nghiệm ở các thị trường phát triển hơn, nơi mà các công nghệ thanh toán, dịch vụ ngân hàng di động (mobile banking), ngân hàng số (digital banking), ngân hàng đại lý (agent banking) đã triển khai và phổ biến, chúng tôi đánh giá cao năng lực quản trị của TCB và khả năng triển khai chiến lược và tiếp tục cải thiện chất lượng tăng trưởng.

**Hiệu quả hoạt động cao và ổn định trên nền tảng vững chắc**

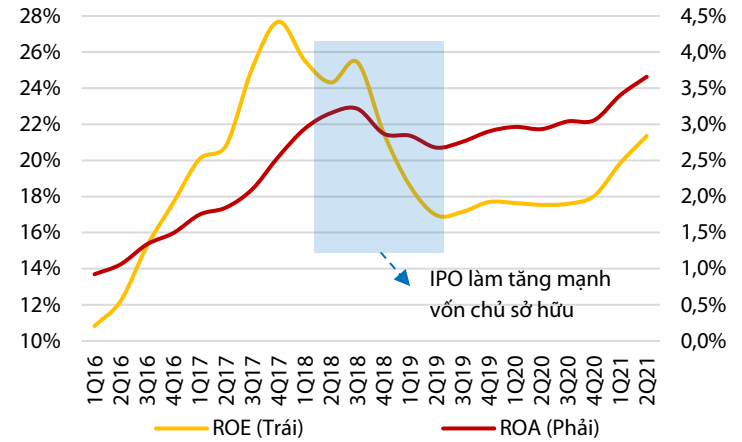
TCB có tốc độ tăng trưởng ấn tượng dẫn dắt bởi hoạt động kinh doanh lõi, qua đó, kéo theo hiệu quả hoạt động cải thiện liên tục lên mức cao nhất ngành. ROA của ngân hàng tăng gấp hai lần từ mức 1,5% năm 2016 lên mức 3,1% năm 2020 thể hiện sự thành công của chiến lược giai đoạn 2016-2020, trước khi đạt 3,6% sau 6T2021. Bên cạnh đó là tốc độ tăng trưởng quy mô bằng cân đối cao, bình quân đạt 18% trong cùng giai đoạn trên. Hiệu quả hoạt động trên vốn rủi ro (RORWA) cũng cải thiện mạnh mẽ từ mức 1,2% lên 3,0% nhờ kiên định theo đuổi chiến lược “rủi ro thấp - lợi nhuận cao”. Nguồn lợi nhuận đa dạng với tốc độ tăng trưởng cao ở nhiều mảng kinh doanh cốt lõi là nền tảng cho hiệu quả hoạt động xuất sắc và khả năng đạt tăng trưởng về quy mô bền vững. Kết hợp với tốc độ tăng trưởng tài sản dự phóng, chúng tôi cho rằng xu hướng của chất lượng lợi nhuận sẽ được duy trì trong giai đoạn 2021-2025.

**Hình 39: Cấu trúc tổng thu nhập hoạt động và dự phòng**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 40: ROA và ROE của TCB (đón 4 quý, %)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

Tốc độ tăng trưởng thu nhập giai đoạn 2016-2020 của TCB được đóng góp ổn định và đều đặn bởi hoạt động tín dụng (CAGR +23%) và thu nhập phí (CAGR +21%).

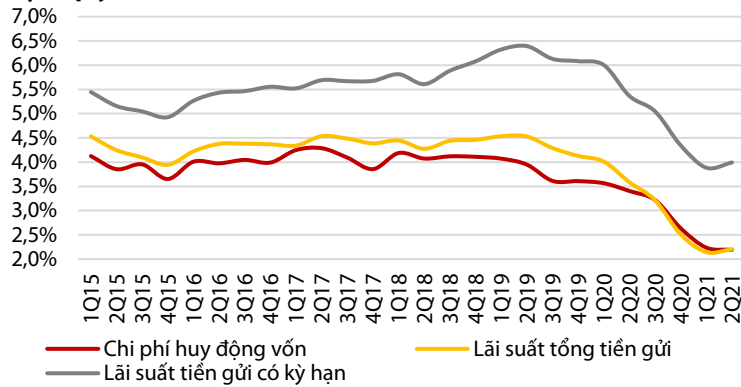
Trong giai đoạn 2016-2020, thu nhập lãi thuần tăng trung bình 21%, dẫn dắt bởi tốc độ mở rộng của bảng cân đối. Cụ thể, dư nợ tín dụng tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) 21% nhờ vào hoạt động cho vay tập trung vào kinh doanh bất động sản và cho vay mua nhà kết hợp với trái phiếu doanh nghiệp, chủ yếu là doanh nghiệp kinh doanh bất động sản.

Biên NIM suy giảm trong giai đoạn 2015-2017 do giảm cơ cấu mảng trái phiếu doanh nghiệp đồng thời đưa ra thị trường các gói sản phẩm ưu đãi lãi suất cho vay. Lãi suất cho vay bình quân trong giai đoạn 2016-2020 đạt 9% và có xu hướng giảm dần về sau. Tuy nhiên, tỉ lệ CASA cải thiện mạnh nhờ chương trình giảm phí năm 2016 đã là động lực chính cho biên NIM phục hồi. Cụ thể, tỉ lệ CASA tăng từ mức 21% năm 2015 lên 34% cuối năm 2019, trước khi cải thiện mạnh lên mức 46% sau năm 2020 nhờ các yếu tố lãi suất thấp và nhu cầu thanh toán không tiền mặt được thúc đẩy bởi đại dịch. Nhờ đà giảm của chi phí huy động và tỉ trọng tài sản sinh lãi duy trì, NIM cơ bản của TCB liên tục cải thiện trong giai đoạn 2017-2020, tăng từ 4,1% lên 4,9%, trước khi đạt mức 5,9% trong quý 2/2021.

Thế mạnh về tiền gửi thanh toán là nền tảng vững chắc để TCB duy trì chất lượng và tốc độ tăng trưởng với khả năng kiểm soát và quản lý tốt các chi phí hoạt động, chi phí lãi và chi phí rủi ro. Cuối năm 2019, TCB chiếm 3,5% thị phần tổng tiền gửi khách hàng toàn hệ thống, với các ngân hàng quốc doanh chiếm 9-12% thị phần. Tuy vậy, thị phần CASA bán lẻ của TCB là 9,2%, cạnh tranh với các ngân hàng quy mô lớn nhất. Các con số này cải thiện mạnh trong năm 2020 với TCB đạt 3,8% thị phần tiền gửi nhưng chiếm 11,4% thị phần CASA bán lẻ, đứng thứ hai toàn ngành.

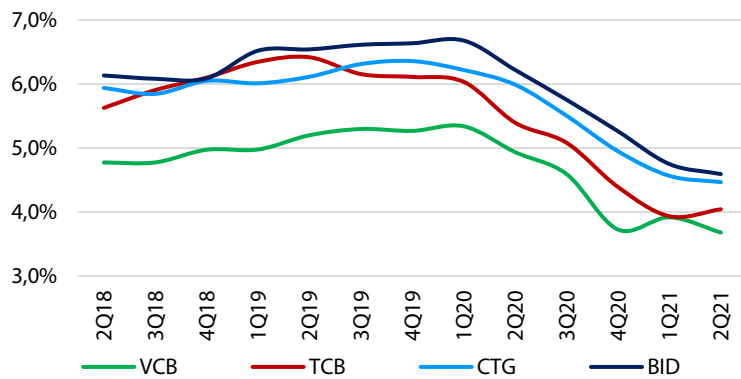
Lãi suất tiền gửi có kỳ hạn của TCB cũng giảm nhanh hơn mức bình quân ngành trong năm 2020 khi môi trường lãi suất thấp khiến cấu trúc kỳ hạn tiền gửi toàn ngành thay đổi về phía ngắn hạn, đồng thời tiền gửi cá nhân tăng chậm lại. Tiền gửi kỳ hạn ngắn vốn là lợi thế đặc trưng của các ngân hàng quốc doanh nhờ lãi suất niêm yết thấp và nhu cầu từ doanh nghiệp và các tổ chức quốc doanh. Tuy nhiên, môi trường lãi suất thấp đã ảnh hưởng tích cực tới TCB nhiều hơn nhóm ngân hàng có vốn Nhà nước do sở hữu mạng lưới tiền gửi bán lẻ lớn. Hành vi của nhóm khách hàng cá nhân đã thay đổi nhiều trong đại dịch. Nhờ vậy, lãi suất tiền gửi có kỳ hạn của TCB đã cải thiện tốt hơn hai ngân hàng quốc doanh niêm yết và cạnh tranh với ngân hàng sở hữu thị phần CASA, CASA bán lẻ và lượng tiền gửi ngắn hạn lớn nhất hệ thống – VCB.

**Hình 41: Chi phí huy động, lãi suất tiền gửi và tiền gửi có kỳ hạn (quy năm, %)**



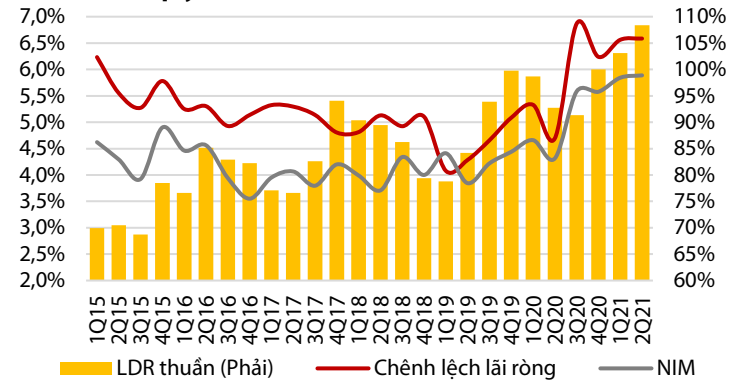
Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 43: Lãi suất bình quân tiền gửi có kỳ hạn của TCB và nhóm ngân hàng quốc doanh niêm yết (quy năm, %)**



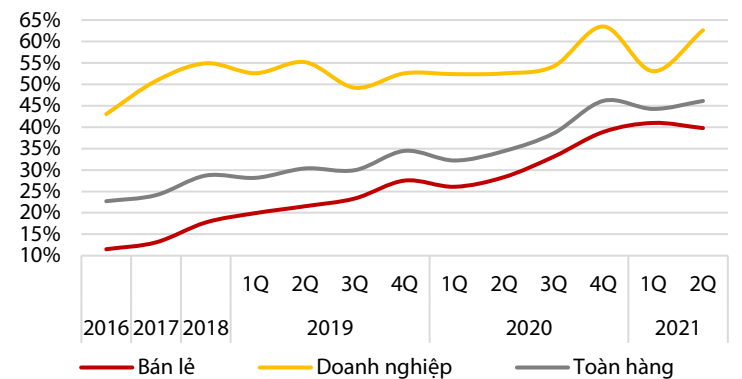
Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 42: Chênh lệch lãi suất thị trường 1, biên NIM và tỉ lệ LDR thuần (quy năm, %)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 44: Tỷ lệ CASA bán lẻ, doanh nghiệp và toàn hàng của TCB (%)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng tổng tài sản ổn định ở mức trên 20% những năm tới dẫn dắt bởi hạn mức tín dụng cao trong một chu kỳ chính sách tiền tệ hỗ trợ. Kết hợp với biên NIM duy trì xu hướng tăng nhẹ nhờ tiền gửi thanh toán, cấu trúc bảng cân đối còn dư địa tối ưu và lãi suất cho vay phục hồi, thu nhập lãi thuần sẽ tăng trưởng kép 28% giai đoạn 2021-2025.

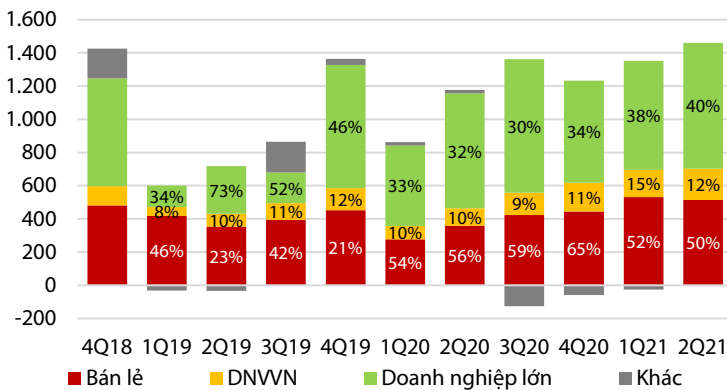
Thu nhập phí (gồm phân phối trái phiếu và ngoại hối) cũng tăng đáng kể với sự phát triển của các dịch vụ thanh toán, dịch vụ ngân hàng đầu tư và hoạt động bán chéo bảo hiểm. Với thế mạnh về mảng ngân hàng bán lẻ, TCB đã phát triển tốt các mảng liên quan đến thanh toán. TCB là ngân hàng đứng đầu về doanh số thẻ Visa tại Việt Nam. Đây là một trong những mảng kinh doanh quan trọng hướng đến xu hướng thanh toán không tiền mặt. Về mô hình ngân hàng điện tử, TCB cho thấy năng lực công nghệ đã đáp ứng tốt nhu cầu của khách hàng với tốc độ thâm nhập của người dùng bán lẻ rất cao, với số lượng khách hàng sử dụng e-banking tăng gần 3 lần kể từ năm 2018. Doanh số giao dịch trong kỳ cũng liên tục tăng với sự hỗ trợ từ chuyển dịch kênh thanh toán. Sau 6T2021, kênh e-banking chiếm 82% khối lượng giao dịch toàn hàng, với tổng khối lượng giao dịch của TCB đạt 361 triệu trong kỳ, tăng +80% so với cùng kỳ. Số lượng giao dịch được xử lý qua các kênh chi nhánh, ATM và POS tăng chậm lại, đi kèm là xu hướng tăng gửi tiền qua kênh số. Các kết quả trên đã cho thấy tính hiệu quả của hoạt động dịch vụ thanh toán của TCB và nền tảng công nghệ được khách hàng ưa thích. Kết quả là, doanh thu dịch vụ thanh toán vẫn đang duy trì được mức tăng trưởng trung bình 22% kể từ năm 2012. Tốc độ tăng trưởng cải thiện dần những năm gần đây, ước đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) 22% cho giai đoạn 2021-2023 nhờ các chương trình ưu đãi phí và hoàn tiền. Tuy nhiên, biên lợi gộp thu nhập dịch vụ thanh toán giảm mạnh sau nửa cuối năm 2018 khi tung ra sản phẩm hoàn tiền 1%, giảm từ mức 81% giai đoạn 2015-2017 về mức dưới 50% giai đoạn 2019-2020 do ghi nhận chi phí tăng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng biên lợi gộp sẽ tăng trở lại trong năm 2021 khi chi phí hoàn tiền 1% được phân loại lại vào chi phí hoạt động chung, giúp tốc độ tăng trưởng thu nhập từ dịch vụ thanh toán cải thiện trong giai đoạn tới. Đồng thời, chuyển

dịch kênh thanh toán sang kênh số sẽ giúp tăng biên lợi nhuận và tiết giảm chi phí hoạt động chung.

Ngoài ra, hoạt động bảo hiểm là mảng tiềm năng với mức tăng trưởng cao do TCB đã kí hợp đồng độc quyền với Manulife vào năm 2017 và ra mắt ứng dụng iTCBLife để cải thiện khả năng tư vấn, am hiểu khách hàng và nâng cao trải nghiệm người dùng. Do vậy, thu hoạt động bảo hiểm có sụt giảm nhẹ trong năm 2020 do TCB cơ cấu lại mô hình hoạt động nhưng đã bật tăng trở lại trong 6T2021 với doanh thu phí bảo hiểm khai thác mới tăng 60% so với cùng kì và thu nhập từ hoạt động bancassurance tăng 48% so với cùng kì. Chúng tôi ước tính thị phần doanh thu khai thác mới trong 6 tháng đầu năm đạt 2,2%. Với tập khách hàng bán lẻ phân khúc cao cấp với nhu cầu và năng lực tài chính và tỉ lệ thâm nhập thị trường ổn định, mảng bancassurance được kì vọng sẽ phát triển trong các năm tới và đóng vai trò quan trọng trong thu nhập từ hoạt động từ dịch vụ của TCB dựa trên tính hiệu quả của mô hình mới này.

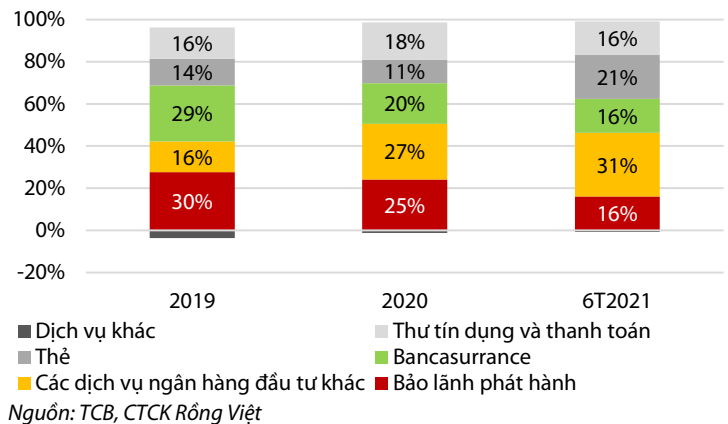
Mảng ngân hàng đầu tư hưởng lợi từ mối quan hệ với các tập đoàn lớn và hệ sinh thái của TCB, duy trì mức đóng góp khoảng phân nửa thu nhập dịch vụ thuần. Dù hoạt động bảo lãnh phát hành tăng trưởng chậm trong năm 2021, chúng tôi đánh giá nhu cầu phát hành trái phiếu vẫn ổn định, cụ thể ở mảng bất động sản và thị trường sẽ sôi động trở lại khi giãn cách xã hội giảm dần. Trong khi đó, hoạt động phân phối trái phiếu trở thành động lực tăng trưởng mới cho thu nhập ngoài lãi khi tăng +73% YoY trong quý 2/2021, tương đương tăng +43% YoY trong 6T2021. Thị trường bán lẻ trái phiếu doanh nghiệp đang trở nên phổ biến hơn và cũng hưởng lợi từ nhu cầu đa dạng hóa từ kênh chứng khoán đang rất sôi động. TCB đang nắm giữ thị phần lớn và vượt trội tại các mảng này. Chúng tôi đánh giá sẽ có áp lực từ nền cao, tốc độ tăng trưởng tốt của thị trường và sự thâm nhập của các công ty chứng khoán khác. Tuy vậy, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về triển vọng mảng ngân hàng đầu tư của TCB, đóng góp bởi TCBS, do tiềm năng thị trường, hệ sinh thái và mối quan hệ với các doanh nghiệp bất động sản đang tăng phát hành trái phiếu và lợi thế tiên phong và kinh nghiệm.

**Hình 45: Thu nhập phí theo loại hình khách hàng (tỷ đồng, %)**



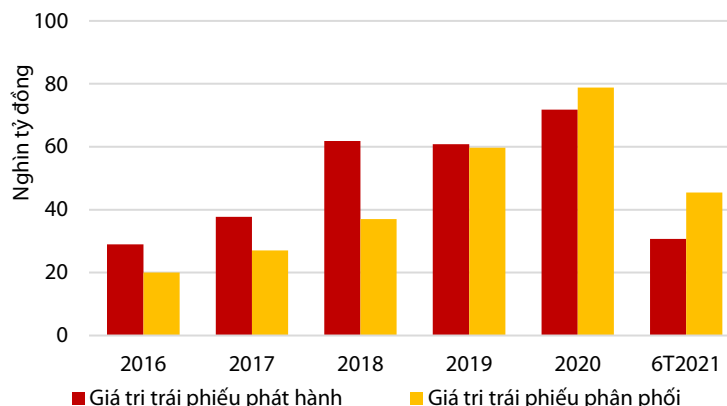
Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 46: Cấu trúc thu nhập dịch vụ thuần (%)**



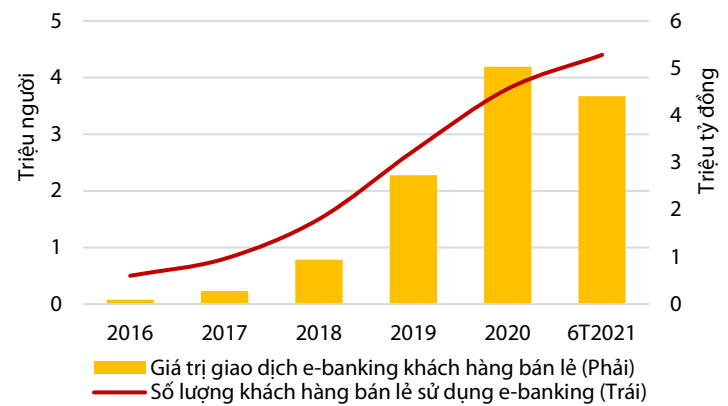
Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 47: Hoạt động ngân hàng đầu tư của TCBS**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 48: Nền tảng ngân hàng điện tử phân khúc bán lẻ**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

Ở phía thu nhập ngoài lãi khác, với số dư nợ đưa ra ngoài bảng ròng (xử lý rủi ro trừ thu hồi nợ đã xóa)



gần 4 nghìn tỷ kể từ năm 2016, chúng tôi kì vọng hoạt động thu hồi sẽ là nguồn thu nhập đóng góp ổn định. Tốc độ tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động được kì vọng cải thiện tốt, đạt bình quân 26% trong giai đoạn 2021-2025 đi kèm tăng trưởng về quy mô và các nguồn thu nhập hoạt động kinh doanh lõi.

Bên cạnh việc duy trì hiệu suất hoạt động rất tốt như đã phân tích giúp kiểm soát tỉ lệ CIR đồng thời tăng mức lương thưởng nhân viên nhằm thu hút nhân sự chất lượng, TCB cũng quản lý hoạt động tín dụng tốt giúp kiểm soát chi phí dự phòng theo khẩu vị phù hợp. Điều này thể hiện chất lượng lợi nhuận từ hoạt động tín dụng của ngân hàng. Biên NIM điều chỉnh chi phí rủi ro duy trì xu hướng cải thiện ngay cả trong thời điểm dịch bệnh bùng phát một phần nhờ sự hỗ trợ của Thông tư 01 và Thông tư 03. Nhờ việc tập trung phân khúc khách hàng giàu có (Affluent) và khách hàng khá giả (Mass affluent) vốn có khả năng hấp thụ các cú sốc vĩ mô tốt hơn và thận trọng trong việc mở rộng phân khúc khách hàng đại chúng (Mass) dù là một thị trường rộng lớn hơn rất nhiều đối với nhóm khách hàng bán lẻ, kết hợp với việc tích cực sử dụng dự phòng xử lý rủi ro, tỉ lệ nợ xấu của tập khách hàng bán lẻ được duy trì tốt dưới 1% trong nửa đầu năm 2021. Đối với nhóm khách hàng bán buôn, việc tập trung nhóm khách hàng VVIP cũng mang lại chất lượng tài sản ổn định với tỉ lệ nợ xấu giảm từ mức 0,9% năm 2019 còn gần 0% năm 2020 cũng do hoạt động xử lý rủi ro và cơ cấu nợ. Chất lượng tài sản ổn định với tỉ lệ nợ xấu thấp, tỉ lệ nợ xấu hình thành được kiểm soát nhờ chính sách hỗ trợ kết hợp với tập khách hàng có hồ sơ tín dụng tốt và phân khúc cao và hiệu quả hoạt động cao tạo nguồn lực trích lập nhằm tăng cường bộ đệm dự phòng là các yếu tố cơ sở giúp chi phí tín dụng duy trì mức thấp. Chúng tôi kì vọng tỉ lệ nợ xấu hình thành tăng trong giai đoạn sắp tới nhưng áp lực lên chi phí tín dụng sẽ được kiểm soát, dẫn đến tăng trưởng lợi nhuận ổn định và phù hợp với tốc độ mở rộng bảng cân đối.

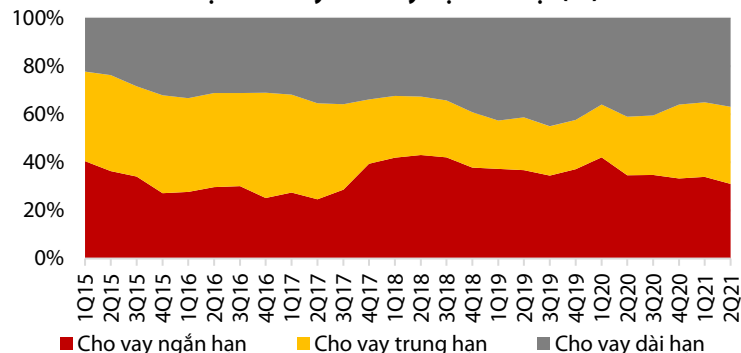
Các chỉ số hiệu quả hoạt động như ROA và ROE của TCB đã cải thiện tốt và ở mức cao hơn bình quân ngành. Trong đó, ROA cuối quý 2/2021 cao hơn hai lần bình quân ngành, trong khi ROE đã cải thiện tốt từ mức 17-18% giai đoạn 2018-2020 lên 21% với tỷ lệ đòn bẩy thấp nhất và hệ số an toàn vốn cao nhất ngành. Điều này phản ánh mức độ hiệu quả trong việc tối ưu lợi nhuận trên nền tảng quản trị vốn.

Cuối năm 2020, TCB ghi nhận LNTT tương đối tốt 15.800 tỷ, với CAGR khoảng 50% trong giai đoạn 2015-2020 một phần nhờ quản lý tốt chi phí tín dụng và hoạt động. Với nguồn thu nhập đa dạng với tỷ trọng thu nhập phí cao, chiến lược giai đoạn 2021-2025 tiếp tục mục tiêu đa dạng hóa nguồn lợi nhuận và đảm bảo tính bền vững. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng kép bình quân 31% trong cùng giai đoạn, dẫn dắt bởi xu hướng cải thiện của hoạt động quản trị chi phí.

### Tối ưu NIM và bảng cân đối nhờ quản lý thanh khoản

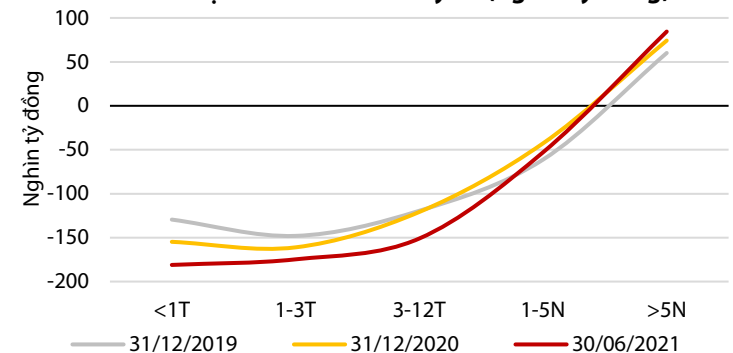
Chúng tôi đánh giá thanh khoản của TCB ở mức trung bình, với một số tỉ lệ trong ngắn hạn đang gặp áp lực do Thông tư 22/2019 và Thông tư 08/2020. Ngân hàng đã tối ưu tốt bảng cân đối và chuyển dịch kỳ hạn để cải thiện NIM trong bối cảnh lãi suất trên tài sản thanh khoản cao xuống thấp đòi hỏi phân bổ vốn hợp lý. Chúng tôi kỳ vọng chiến lược đa dạng hóa danh mục cho vay trong giai đoạn 2021-2025 và lãi suất huy động tăng trở lại sau đại dịch sẽ giúp các chỉ tiêu thanh khoản được cải thiện và có nhiều dư địa.

**Hình 49: Danh mục cho vay theo kỳ hạn còn lại (%)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 50: Chênh lệch thanh khoản lũy kế (nghìn tỷ đồng)**



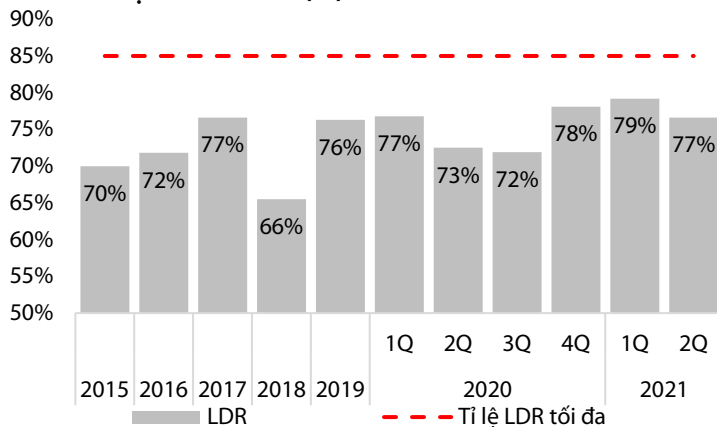
Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

Với số cho vay tập trung nhóm bất động sản, dư nợ cho vay trung dài hạn chiếm phần lớn danh mục.

Trong khi đó, tỉ lệ CASA của TCB (46%) cao nhất ngành, kết hợp với lượng tiền gửi đang dịch chuyển sang kỳ hạn ngắn tạo lợi thế chi phí huy động vốn cho ngân hàng đang tạo chênh lệch kỳ hạn lớn giữa hai bên của bảng cân đối. Xu hướng cải thiện tiền gửi ngắn hạn diễn ra trên toàn ngành do lãi suất thấp. Chúng tôi có quan điểm trung lập với mức chênh lệch kỳ hạn lớn hiện tại, và xem xét với ý nghĩa dự địa để đôn bẩy NIM là không nhiều thông qua sử dụng dịch chuyển kỳ hạn hơn là một rủi ro thanh khoản đối với TCB. Thanh khoản hệ thống ngân hàng dồi dào và lãi suất thị trường 2 ổn định ở mức thấp. Một số ngân hàng kỳ vọng tình trạng này kéo dài sang năm 2022 và chúng tôi chia sẻ góc nhìn này. Do vậy, chúng tôi chưa quan ngại với rủi ro thanh khoản của TCB. Với việc các tỉ lệ thanh khoản hiện tại sử dụng kỳ hạn hợp đồng thay vì kỳ hạn theo hành vi dòng tiền cũng gây áp lực lên các ngân hàng nói chung và TCB nói riêng trong việc xử lý tỉ lệ khi sở hữu tỷ trọng tiền gửi kỳ hạn ngắn lớn.

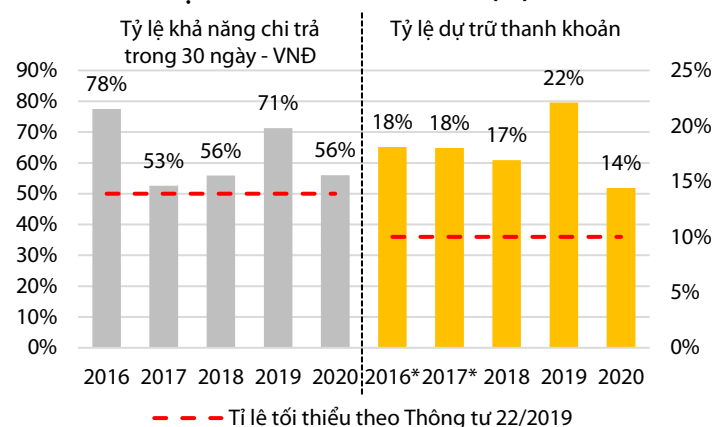
Tỷ lệ LDR theo quy định đang ở mức 77%, tăng đáng kể từ mức 72% (2016) và 66% (2018) nhằm cải thiện các mục tiêu lợi nhuận, tuy nhiên hệ số này vẫn duy trì trong mức kiểm soát với ngưỡng tối đa 85%. Ngoài ra, tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn (NVNHCVTDH) 2020 đã giảm xuống 34% cuối quý 1/2021 từ mức cao nhất là 43% trong giai đoạn 2015-2019. Tỉ lệ này bật tăng trong quý 2/2021 một phần do tỷ trọng cho vay trung hạn gia tăng. Chúng tôi kỳ vọng các hoạt động đa dạng hóa danh mục cho vay và đưa ra các sản phẩm cấu trúc huy động như Techcombank iCAP sẽ giúp duy trì tỉ lệ.

**Hình 51: Tỷ lệ LDR của TCB (%)**



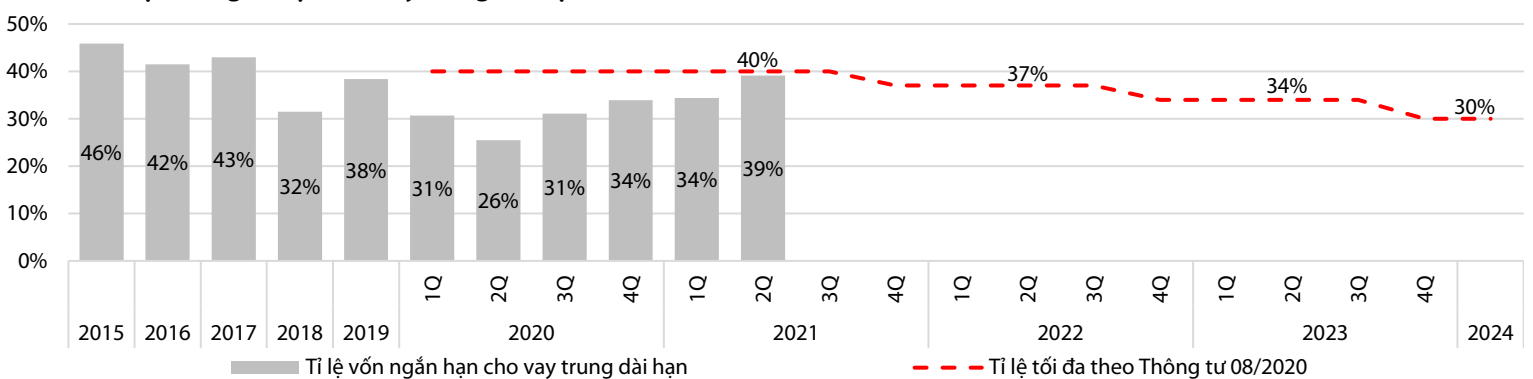
Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 52: Các tỉ lệ về thanh khoản của TCB (%)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt. \* là dữ liệu được CTCK Rồng Việt ước tính.

**Hình 53: Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của TCB (%)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

Tỷ lệ khả năng chi trả trong 30 ngày bằng tiền Đồng (LCR) của TCB giảm xuống còn 60% từ mức 71,3% cuối năm 2019, đi kèm là tỉ lệ CASA tăng cao và tỉ lệ tài sản thanh khoản cao suy giảm. Với xu hướng tương tự, tỉ lệ dự trữ thanh khoản (LRR) cũng chứng kiến sự sụt giảm khi chỉ đạt mức 14,4% năm 2020, giảm 7,7% so với năm 2019. Với việc lợi suất của Trái phiếu Chính phủ nói riêng và tài sản thanh khoản cao (HQLA) nói chung giảm mạnh, TCB đã giảm tỷ trọng nhằm duy trì tính hiệu quả của NIM và tối ưu bảng cân đối trong khi hạn mức tín dụng được cấp là chưa cao. Chúng tôi cũng cho rằng đà tăng mạnh của CASA trong

giai đoạn cuối năm đã gây áp lực lên chỉ tiêu về thanh khoản này. Chúng tôi đánh giá sự thay đổi trong các tỉ lệ thanh khoản là nhằm mục đích hài hòa giữa các mục tiêu và là hoạt động nguồn vốn thông thường. Các tỉ lệ này được kì vọng duy trì tốt trên mức quy định. Với nền lãi suất thấp dự kiến kéo dài và thanh khoản hệ thống ổn định, chúng tôi dự phóng TCB sẽ duy trì dư địa cho các tỉ lệ này ở mức thấp.

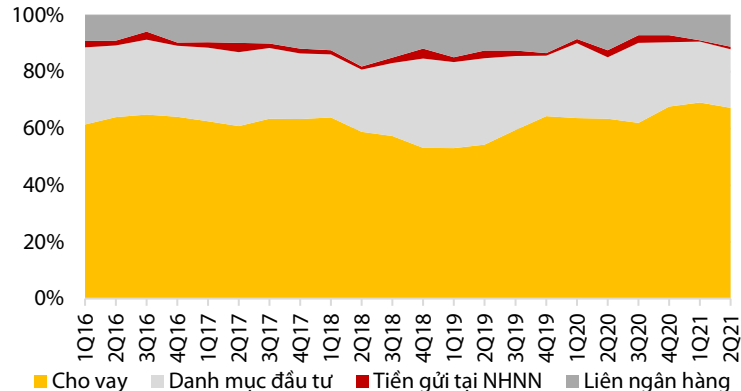
Mặc dù phần lớn nguồn vốn tiền gửi đến từ dòng huy động phí thấp với tỷ trọng CASA cao, đạt mức 46,1% cuối năm 2020 với tỷ lệ mục tiêu là 55% vào cuối năm 2025, TCB vẫn được đánh giá sẽ quản lý tốt rủi ro thanh khoản. Các kế hoạch thay đổi cơ cấu kỳ hạn của hai bên bảng cân đối được kì vọng sẽ cải thiện mức chênh lệch tỉ trọng cho vay trung, dài hạn và nguồn huy động ngắn hạn khi TCB tiến hành các chính sách đa dạng hóa nguồn thu, ưu tiên giảm tỷ trọng các khoảng vay liên quan tới bất động sản, đồng thời đa dạng hóa sang các lĩnh vực tiềm năng khác như FMCG, điện nước hoặc vốn lưu động doanh nghiệp. Các chương trình như Zero Fee, Debit Cashback 1% và sự đầu tư mạnh mẽ vào chuyển đổi số được kì vọng sẽ tạo hệ sinh thái đáp ứng các nhu cầu thiết yếu, cải thiện các lợi thế cạnh tranh. Việc tập trung vào trải nghiệm khách hàng sẽ hỗ trợ TCB trong chiến dịch xây dựng rào cản chuyển đổi, đẩy mạnh tính cam kết của người dùng đối với ngân hàng, đặc biệt với các dự án chuyển đổi số trong tương lai.

Ngoài ra, TCB vẫn có các phương án tăng cường bộ đệm thanh khoản bằng nguồn vốn trung và dài hạn. Năm 2020, TCB đã huy động thành công 500 triệu USD nguồn vốn trung dài hạn từ thị trường quốc tế, góp phần đa dạng hóa cơ cấu huy động của ngân hàng, tối ưu hóa chi phí vốn, đảm bảo các tỷ lệ an toàn theo quy định. Đây là khoản vay thời hạn 3 năm, với mức lãi suất bằng lãi suất cho vay USD liên ngân hàng (LIBOR) cộng biên độ 1,5%/năm, và được dùng để bổ sung cho nguồn vốn kinh doanh chung của ngân hàng. Các bước đi cơ cấu nền tảng huy động để tận dụng nguồn vốn chi phí thấp từ thị trường quốc tế không chỉ giúp TCB duy trì mục tiêu lợi nhuận mà còn cải thiện các tỉ lệ chủ lực về thanh khoản, góp phần giảm thiểu rủi ro. Các chỉ tiêu thanh khoản sẽ có thể đạt mức cao hơn khi môi trường lãi suất thuận lợi hơn, và sẽ không gây khó khăn cho việc quản lý thanh khoản. Bên cạnh đó, chúng tôi kì vọng TCB sẽ huy động thành công thêm 500 triệu USD từ khoản vay hợp vốn trên thị trường quốc tế trong năm 2021 nhằm tận dụng lãi suất thấp, năng lực và vị thế của TCB để bổ sung nguồn vốn trung dài hạn.

**Tính ổn định của CASA là điểm khác biệt**

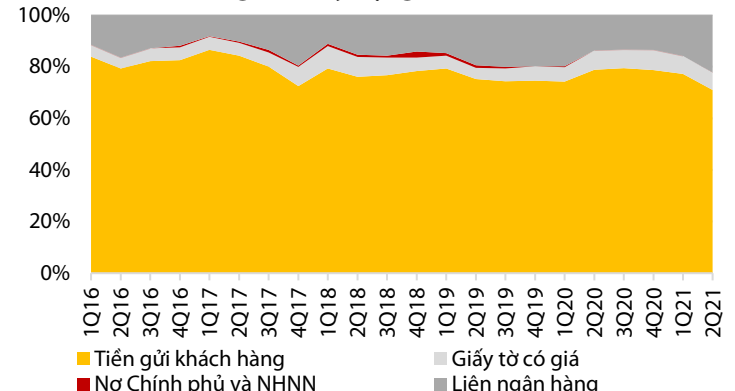
TCB sở hữu lượng tiền gửi ngắn hạn và tiền gửi thanh toán lớn và cấu trúc tài sản kỳ hạn dài. Do vậy, TCB về cơ bản có độ nhạy cao với lãi suất. Ban lãnh đạo đánh giá cao sự cần thiết của tính bền vững của CASA trong môi trường lãi suất biến động. Từ đó, ngân hàng có chiến lược rõ ràng để duy trì sự ổn định của nền tảng huy động và tạo tính gắn kết và sự trung thành đối với khách hàng. Điều này sẽ mang lại lợi thế lớn cho TCB khi lãi suất tăng trở lại, vốn là rủi ro chính hiện nay khi mà dư địa lãi suất giảm là không còn nhiều. Với nền tảng CASA ít nhạy với lãi suất, TCB sẽ có cơ hội gia tăng chênh lệch lãi ròng mà không cần tối ưu bảng cân đối thông qua LDR, đồng thời có thể phân bổ tài sản thanh khoản cao nhiều hơn. Khi đó, các tỉ lệ thanh khoản khác cũng sẽ có nhiều dư địa trong việc quản lý và tối ưu biên NIM.

**Hình 54: Phân bổ tài sản có sinh lãi (%)**



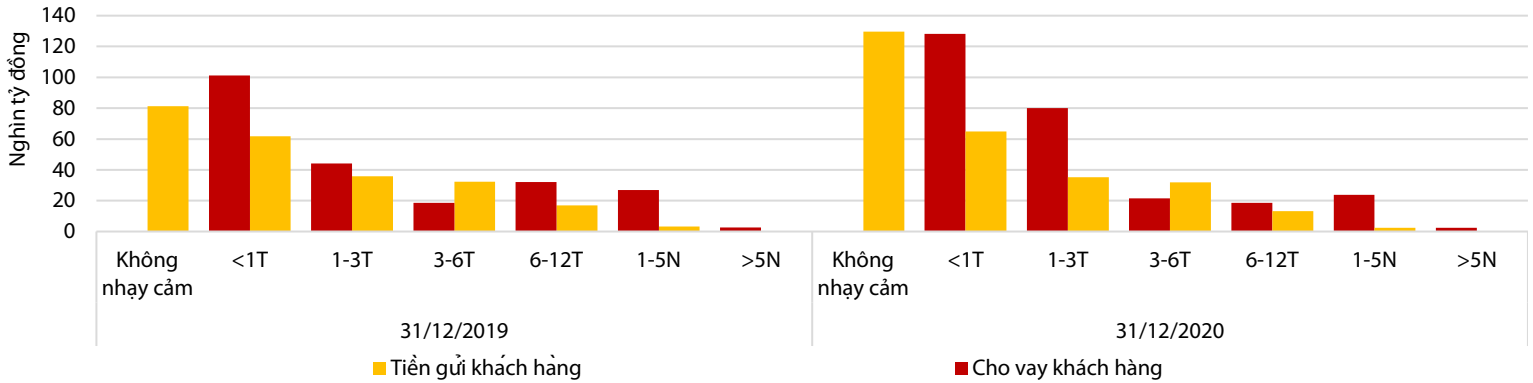
Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 55: Phân bổ nguồn huy động vốn (%)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 56: Phân bổ cho vay – huy động thị trường 1 theo kỳ định giá lại (%)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

Cấu trúc bảng cân đối của TCB đã được dịch chuyển theo hướng tối ưu tài sản ngoài cho vay, quản lý các tỉ lệ thanh khoản thông qua thị trường 2 và cố gắng tận dụng hạn mức tín dụng được cấp nhờ chênh lệch lãi ròng thị trường 1 tốt. Nền tảng huy động với chi phí thấp là cơ sở để hoạt động cho vay thị trường 1 hiệu quả. Đồng thời, lãi suất liên ngân hàng thấp cũng giúp giảm chi phí của việc quản lý tỉ lệ thông qua thị trường liên ngân hàng. Cụ thể hơn, tỷ trọng huy động liên ngân hàng tăng lên mức 18% tổng tài sản sau 6T2021 từ mức 11% cuối năm 2020, trong khi tiền gửi khách hàng tăng chậm do lãi suất thấp nên tỷ trọng giảm. Ở phía sổ cho vay, phần lớn danh mục có kỳ hạn thực tế dài. Tuy nhiên, kỳ tái định giá của các khoản vay khá ngắn, chủ yếu ở mức dưới 1 quý.

Đối với các khoản vay, TCB sử dụng lãi suất cơ sở được công bố làm lãi suất tham chiếu cho các khoản vay có kỳ tái định giá là 1 tháng đối với hộ gia đình và cá nhân và từ 1 đến 6 tháng đối với khách hàng doanh nghiệp. Tuy nhiên, một số gói lãi suất ưu đãi hiện tại cung cấp các khoản lãi suất cố định trong thời gian đầu trước khi thả nổi theo lãi suất cơ bản cộng thêm biên độ. Do vậy, một số khoản vay mới có kỳ tái định giá dài hơn 1 năm. Với việc mức chênh lệch lãi suất ở các rổ kỳ hạn ngắn ở mức âm lớn, TCB sẽ thuận lợi hơn nếu lãi suất tăng do các khoản vay dài hạn sẽ dần được tái định giá theo lãi suất huy động kì hạn dài hoặc lãi suất cơ sở. Dựa trên cấu trúc bảng cân đối hiện tại, TCB sẽ nhạy cảm hơn với lãi suất tăng. Cuối năm 2020, theo đánh giá của ngân hàng, lợi nhuận trước thuế chịu rủi ro đối với tiền Đồng là gần 5,2 nghìn tỷ đồng tương đương 33% lợi nhuận trước thuế năm 2020 cho mức tăng lãi suất cho vay – huy động 3%, trong khi vốn chủ sở hữu chịu rủi ro tương ứng là gần 4,2 nghìn tỷ đồng tương đương 6% quy mô vốn chủ sở hữu.

Một trong các yếu tố thúc đẩy NIM không chỉ riêng của TCB mà diễn ra trên toàn ngành là việc lãi suất cho vay giảm chậm hơn lãi suất huy động, do việc điều chỉnh lãi suất cơ sở hoặc lãi suất tham chiếu cho các khoản vay, đặc biệt các khoản vay trung dài hạn ít tính thị trường hơn. Do vậy, danh mục tài sản và nợ phải trả của TCB với mức chênh lệch kỳ hạn lớn sẽ hưởng lợi từ xu hướng này. Tuy nhiên ở chiều ngược lại, khi lãi suất huy động tăng cũng sẽ gây áp lực cho biên NIM. Các ngân hàng có hạn mức tín dụng thấp sẽ gặp khó khăn trong việc hài hòa giữa tăng trưởng cho vay và biên NIM. Chúng tôi đánh giá xu hướng này sẽ không có tác động nhiều đến TCB nhờ tính ổn định và xu hướng tăng trưởng của nền tảng CASA.

Cụ thể, chúng tôi cho rằng mục tiêu tỉ lệ CASA cao hơn 9% so với hiện tại sau 5 năm nữa là khả thi, và có khả năng hoàn thành trước thời hạn 1-1,5 năm. Động lượng vẫn sẽ đến từ mảng bán lẻ, được hỗ trợ bởi xu hướng gia tăng tỉ lệ CASA phân khúc khách hàng cá nhân của toàn ngành. Với nhu cầu thanh toán khách hàng gia tăng, xu hướng chuyển dịch phương thức thanh toán yêu cầu duy trì lượng tiền gửi thanh toán ổn định và hệ sinh thái rộng lớn kết hợp với nền tảng công nghệ giúp cung cấp dịch vụ đa dạng, tiện lợi và phù hợp thị hiếu là các yếu tố cơ sở để kỳ vọng vào khả năng bền vững của CASA. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng khi lãi suất tăng trở lại, kết hợp với tỉ lệ CASA cải thiện, TCB vẫn sẽ duy trì tốt lợi thế về chênh lệch lãi ròng, dẫn đến biên NIM duy trì mức cao.

## Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2021/2022

Sáu tháng đầu năm 2021, tổng thu nhập hoạt động và LNTT đạt lần lượt 18,1 nghìn tỷ đồng (+54% so với cùng kì) và 11,5 nghìn tỷ đồng (+71%). Đây là những kết quả rất tích cực so với kỳ vọng từ đầu năm của chúng tôi, trong đó:

- Thu nhập lãi thuần đạt 13,4 nghìn tỷ đồng, tăng +56% so với cùng kì và bằng 58% dự phóng cả năm của chúng tôi nhờ NIM tăng nhanh hơn ước tính. Mặc dù tỉ lệ CASA không có nhiều biến động, biên NIM mở rộng nhờ (1) lợi suất tài sản tốt hơn dự báo cả năm 17 điểm cơ bản, (2) Lãi suất bình quân tiền gửi có kỳ hạn giảm sâu và (3) tăng trưởng tổng tiền gửi chậm hơn cho vay giúp cải thiện LDR. Chi phí huy động bình quân giảm xuống thấp hơn dự phóng cả năm là bất ngờ lớn đối với kì vọng.
- Đối với thu nhập ngoài lãi, mảng phân phối trái phiếu và bancassurance đã tăng trưởng vượt kì vọng, bù đắp cho mảng bảo lãnh phát hành tăng chậm lại.
- Tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng tốt, đạt 55% dự phóng cả năm. Trích lập dự phòng duy trì ở mức thận trọng, cao hơn ước tính một phần vì dịch bệnh diễn biến phức tạp.

Dựa trên những kết quả tích cực vượt dự phóng như trên, kết hợp với quan điểm thận trọng đối với diễn biến của dịch, chúng tôi điều chỉnh dự phóng cả năm 2021 đối với tổng thu nhập hoạt động và LNTT lên lần lượt 36.662 tỷ đồng (+36% so với cùng kì) và 23.010 tỷ đồng (+46%), xấp xỉ 1 tỷ USD và cao hơn 16% so với kế hoạch năm của ngân hàng.

Tổng dư nợ tín dụng năm 2021 được dự phóng tăng +22%, trong đó dư nợ cho vay tăng +20,8%. Tăng trưởng tiền gửi được dự phóng ở mức +22%, trong khi tổng huy động bao gồm giấy tờ có giá ước tính tăng +22,7%. Chúng tôi đánh giá cầu tín dụng và huy động vẫn duy trì ở mức trung bình khá, sẽ sớm tăng tốc trở lại sau khi các biện pháp hạn chế và giãn cách được nới lỏng giúp các hoạt động thẩm định, giải ngân, thủ tục giấy tờ được bình thường hóa. Sang năm 2022, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng cải thiện nhẹ ở mức +22,7% và tăng trưởng huy động ở mức +22,3%. Trong đó, số dư CASA duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định khoảng +25% mỗi năm, nhưng tỉ lệ CASA tăng chậm do nền cao. Chênh lệch tăng trưởng cho vay – tiền gửi thu hẹp dần, còn 0,3% năm 2022.

Năm 2021, chúng tôi kì vọng NIM tăng mạnh 77 điểm cơ bản với NIM 6 tháng cuối năm giảm nhẹ do lãi suất cho vay giảm nhiều hơn lãi suất huy động bình quân, đạt 5,5%, so với 5,8% trong nửa đầu năm. Lãi suất trên chứng khoán nợ và giấy tờ có giá năm 2021 đều dự kiến giảm so với năm 2020 với lãi suất trả cho các chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu giảm -63 điểm cơ bản, nhiều hơn so với lợi suất chứng khoán nợ. Điều này là nhờ tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp có lợi suất tốt cải thiện. Trong trường hợp cơ sở mà diễn biến dịch sẽ bớt phức tạp hơn trong nửa sau năm 2022 giúp lãi suất cho vay bớt áp lực từ các gói hỗ trợ và cạnh tranh, NIM dự kiến cải thiện nhẹ gần 10 điểm cơ bản trong năm 2022 từ mức 5,8% trong năm 2021 và gần 5,0% năm 2020. Điều này phù hợp với nhận định TCB sẽ hưởng lợi trong giai đoạn phục hồi nhờ chênh lệch kì hạn lớn và tính ổn định của CASA. Lãi suất huy động bình quân được kì vọng giảm nhẹ khi CASA duy trì tăng và lãi suất tiền gửi có kì hạn đi ngang.

Với các giả định này, **chúng tôi dự báo thu nhập lãi thuần tăng lần lượt +39% và 26% lên 26,1 nghìn tỷ đồng và 32,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2021-2022.**

Chúng tôi dự báo **lãi thuần từ hoạt động dịch vụ năm 2021 đạt 5,6 nghìn tỷ đồng tăng 34% và đóng góp 15% tổng thu nhập hoạt động**, giảm nhẹ so với năm 2020 do thu nhập lãi thuần tăng mạnh. Tỉ lệ thu nhập lãi thuần trên tổng tài sản cải thiện lên mức 1,1%, cao hàng đầu ngành, được dẫn dắt bởi mảng bancassurance và thanh toán (bao gồm thẻ) nhờ ra mắt sản phẩm iTCBLife và triển khai mô hình hoạt động mới hiệu quả và chuyển ghi nhận chi phí hoàn tiền 1% vào chi phí hoạt động, trong khi hoạt động bảo lãnh phát hành tăng trưởng âm. Năm 2022, chúng tôi kì vọng hoạt động này phục hồi mạnh, dẫn dắt thu nhập dịch vụ tăng +23%, đạt 6,9 nghìn tỷ đồng.

Đối với hoạt động thu ngoài lãi khác, chúng tôi kì vọng hoạt động phân phối trái phiếu và thu hồi nợ xấu là động lực chính cho tăng trưởng lần lượt 22% và 21%, lên 5 nghìn tỷ đồng và 6 nghìn tỷ đồng trong

năm 2021 và 2022.

Chúng tôi dự báo **chi phí hoạt động tăng bình quân +24% hàng năm trong giai đoạn 2021-2022**. Tuy nhiên, CIR được kiểm soát và giảm nhẹ về mức 30% năm 2021 và 29% năm 2022 do tăng trưởng cao của tổng thu nhập hoạt động. Đồng thời, các hoạt động giải ngân đầu tư công nghệ thuộc lộ trình của gói 500 triệu USD, vốn được kì vọng sẽ làm tăng CIR do phân bổ 50% vào chi phí hoạt động, dự kiến gặp khó khăn trong năm 2021.

Chúng tôi kì vọng chất lượng tài sản duy trì nhờ dư địa về tài chính và xử lý rủi ro nợ xấu và danh mục cho vay tập trung phân khúc cao. **Tỉ lệ nợ xấu được dự báo ở mức 0,5% năm 2021 và 0,6% năm 2022**. Tỉ lệ nợ xấu hình thành ròng ước tính tăng nhẹ so với năm 2020 do độ trễ của tác động từ đại dịch, duy trì ở mức 0,7-0,8% trên tổng dư nợ giai đoạn 2021-2022. Với việc Thông tư 03 được sửa đổi bởi Thông tư 14 theo hướng kéo dài thời gian cơ cấu lại và giữ nguyên nhóm nợ và mở rộng điều kiện về thời gian phát sinh nghĩa vụ trả nợ, nợ tái cơ cấu có thể tăng trở lại trong 2 năm tới. Đồng thời, điều này phù hợp với kịch bản mô phỏng của ngân hàng trong trường hợp dịch bệnh căng thẳng mà nợ tái cơ cấu có thể tăng 10-20%, đạt 1,0% tổng dư nợ cuối năm 2021 so với mức 0,8% hiện nay. Kết hợp với tỉ lệ hình thành nợ xấu nội bảng và phần trích lập tối thiểu dự kiến theo Thông tư 03, trích lập dự phòng kì vọng đạt 2,7 nghìn tỷ (+4%) năm 2021 và 3,2 nghìn tỷ (+19%) năm 2022. Dự phóng này tương đương chi phí tín dụng trên tổng dư nợ duy trì ở mức 0,9% trong 2 năm dự báo, cao hơn tỉ lệ nợ xấu hình thành nhằm duy trì bộ đệm dự phòng trong thời điểm biến động hiện nay.

Với các giả định trên, **chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế hợp nhất sẽ tăng trưởng lần lượt +46% và +28% năm 2021 và 2022, tương ứng với 23.010 tỷ đồng và 29.357 tỷ đồng**. ROA duy trì mức cao (3,7-3,8%) trong khi ROE đạt lần lượt 21,7% và 22,3% trong năm 2021 và 2022. NIM tăng nhẹ với NIM sau điều chỉnh rủi ro được cải thiện mạnh, trong khi hiệu quả hoạt động duy trì mức cao hàng đầu ngành, kết hợp với nguồn lực về vốn và dư địa ở CAR, các yếu tố này là nền tảng cho tốc độ tăng trưởng bền vững của bảng cân đối ước tính đạt 25% năm 2021, 24% năm 2022 và bình quân 23% giai đoạn 2021-2025.

### Định giá và khuyến nghị

Tại giá 50.700 đồng/cổ phiếu ngày 08/10/2021, TCB đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 9,9 lần và P/B dự phóng 1,9 lần cho năm 2021. Cho tầm nhìn 1 năm tới (giữa năm 2022), P/E dự phóng 1 năm là 8,7 lần trong khi P/B dự phóng 1 năm là 1,7 lần. Mức P/B dự phóng 1 năm trên lần lượt thấp hơn -18% so với mức bình quân lịch sử của 27 ngân hàng niêm yết, và thấp hơn -25% so với mức bình quân lịch sử các ngân hàng cùng quy mô (không gồm TCB). Khi cân nhắc hệ số định giá trên trong tương quan với ROA dự phóng cao nhất ngành, ROE dự phóng cao hơn 12-16% mức trung bình ngành, dù kì vọng cổ tức sẽ chưa được chia trong thời gian gần, chúng tôi vẫn đánh giá cao TCB dựa trên yếu tố cơ bản và cán cân lợi nhuận rủi ro.

**Bảng 1: Các chỉ số hiệu quả hoạt động, hệ số định giá, tỉ suất cổ tức dự phóng (lần, %)**

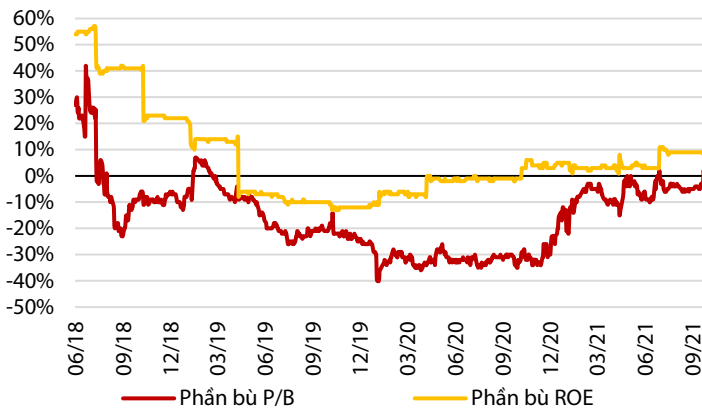
	ROE 2021E	ROE 2022F	P/B 2021E	P/B 2022F	Tỉ suất cổ tức 2021E	Tỉ suất cổ tức 2022F
TCB	3,7%	3,8%	1,9	1,5	0,0%	0,0%

Kể từ khi lên sàn với mức P/B cao hàng đầu ngành trong giai đoạn thị trường đạt đỉnh, thương vụ IPO thành công và lớn nhất ngành ngân hàng đã gặp nhiều áp lực. Về yếu tố cơ bản, khoản thu từ thương vụ huy động vốn đã làm ROE sụt giảm mạnh, trong khi chiến lược tăng trưởng là chưa thể nhanh đủ để bù đắp tốc độ tăng của vốn. Khi phần bù ROE của TCB so với ngành trên đà giảm và chuyển dần từ dương mạnh sang âm (giai đoạn 2019, hình 57), kết hợp với yếu tố thị trường không thuận lợi sau đó, cổ phiếu TCB đã có giai đoạn không tốt. Tuy vậy, sau giai đoạn bình thường hóa của ROE và TCB bước vào giai đoạn 2021-2025 với tốc độ tăng trưởng bảng cân đối cao hơn, chúng tôi cho rằng ROE của TCB còn dư địa tăng khoảng 10% lên mức bền vững kể từ mức quanh 20% giữa năm 2021, trong khi ROE của ngành ít dư địa cải thiện do nhiều ngân hàng nhỏ có mức trích lập dự phòng mỏng, đồng thời NIM của nhiều ngân hàng có khả năng đạt đỉnh. Từ đó, phần bù về ROE có thể tiếp tục cải thiện, kéo theo là phần bù về

P/B so với ngành. Với ROA đứng đầu ngành, bộ đệm vốn khỏe, tăng trưởng dự phóng cao với NIM sau điều chỉnh rủi ro ổn định, chúng tôi đánh giá TCB xứng đáng với phần bù về P/B so với ngành cao hơn mức xấp xỉ 0% hiện nay. Điều này được hỗ trợ bởi nền lãi suất thấp hiện tại, vốn được kì vọng sẽ duy trì do diễn biến phức tạp của đại dịch đòi hỏi chính sách tiền tệ mở rộng.

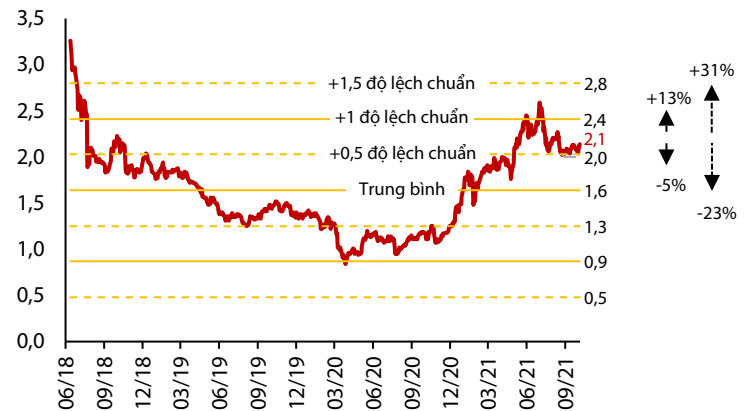
Nếu xét trên phương diện so sánh lịch sử, chỉ số P/B của TCB đang ở dưới mức trung bình cộng một lần độ lệch chuẩn, trong khi chỉ số P/B ngành ngân hàng đang tiến về mức trung bình cộng một lần độ lệch chuẩn. Về mặt tương quan lợi nhuận và rủi ro, chỉ số P/B trượt của TCB đang có rủi ro giảm giá về hai mức P/B gần nhất phía dưới (Hình 58) lần lượt là -5% và -23%, thấp hơn mức rủi ro tăng giá lên hai mức P/B phía trên gần nhất. Tuy nhiên, khi cân nhắc thêm tốc độ tăng của giá trị sổ sách, ước tính đạt 24% năm 2021 và 25% năm 2022, cân cân lợi nhuận – rủi ro sẽ nghiêng hẳn về phía tăng giá. Thậm chí, trong thời điểm môi trường vĩ mô lẫn yếu tố nội tại của TCB đã khác so với giai đoạn 2018-2019, chúng tôi kì vọng chỉ số P/B của TCB sẽ duy trì ở trên mức trung bình lịch sử (1,6). Tại nền lãi suất cao hơn hiện nay trong giai đoạn đầu quá trình phục hồi kinh tế, một đường cong lợi suất dốc hơn là yếu tố tích cực cho hoạt động kinh doanh của TCB, và do đó, là động lực tích cực bù trừ cho tác động của tăng lãi suất lên phần bù rủi ro vốn cổ phần. Tóm lại, chúng tôi đánh giá cân cân lợi nhuận rủi ro hấp dẫn trong nhiều kịch bản.

**Hình 57: Phần bù chỉ số ROE và P/B của TCB so với ngành (%)**



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu tính tới ngày 08/10/2021.

**Hình 58: Hệ số P/B lịch sử của TCB (trượt, %)**



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu tính tới ngày 08/10/2021.

Chúng tôi áp dụng nhiều mô hình bao gồm DCF, thu nhập thặng dư kết hợp với phương pháp định giá so sánh để xác định vùng giá trị hợp lý của TCB. Tuy vậy, chúng tôi chỉ sử dụng hai phương pháp chính để xác định mức giá mục tiêu nhằm phản ánh chính xác hơn triển vọng trả cổ tức và phát hành tăng vốn trong trung dài hạn là DCF và hệ số P/B. Trong đó, do đà tăng giá của ngành đã phản ánh nhiều mức tăng trưởng giai đoạn đầu năm và kì vọng động lượng của ngành sẽ giảm dần về phía cuối năm, chúng tôi nâng tỷ trọng của cấu phần dài hạn lên 70% và giảm tỷ trọng cấu phần mang tính thị trường hơn về 30% nhằm thể hiện tầm nhìn và quan điểm dài hạn đối với cổ phiếu.

**Bảng 2: Vùng giá trị hợp lý dựa trên các phương pháp định giá và giá mục tiêu cuối**

	Định giá của phương pháp	Suất sinh lời tại ngày 08/10/2021	Tỷ trọng
DCF	70.693	39%	70%
Thu nhập thặng dư	64.756	28%	0%
Hệ số P/B dự phóng	71.841	42%	30%
Hệ số P/E dự phóng	68.011	34%	0%
<b>Tổng hợp</b>	<b>71.038</b>	<b>40%</b>	<b>100%</b>

Từ đó, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu TCB ở mức **71,000 đồng/cổ phiếu** (làm tròn), tương đương mức P/B dự phóng cho tầm nhìn 1 năm tới là 2,4 lần. Mức giá mục tiêu này tương đương tỷ suất sinh lời kỳ vọng là **40%** so với giá đóng cửa ngày 08/10/2021. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với TCB.

Đơn vị: tỷ đồng

<b>BÁO CÁO THU NHẬP</b>	<b>FY2019A</b>	<b>FY2020A</b>	<b>FY2021E</b>	<b>FY2022F</b>
Thu nhập lãi	25.016	29.002	35.267	44.157
Chi phí lãi	-10.758	-10.251	-9.205	-11.252
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>14.258</b>	<b>18.751</b>	<b>26.062</b>	<b>32.905</b>
Thu nhập ngoài lãi	6.810	8.291	10.600	12.920
Từ HĐ Dịch vụ	3.253	4.189	5.606	6.880
Từ HĐKD ngoại hối, vàng	105	1	571	446
Từ mua-bán CK kinh doanh	398	321	334	479
Từ mua-bán CK đầu tư	1.244	1.497	2.055	2.664
Từ hoạt động khác	1.807	2.279	2.030	2.446
Từ hoạt động góp vốn, mua cổ phần	4	4	4	4
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>21.068</b>	<b>27.042</b>	<b>36.662</b>	<b>45.825</b>
Tổng chi phí hoạt động	-7.313	-8.631	-10.928	-13.239
LN trước trích lập DP	13.756	18.411	25.734	32.586
Chi phí DPRR	-917	-2.611	-2.724	-3.229
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>12.838</b>	<b>15.800</b>	<b>23.010</b>	<b>29.357</b>
Thuế TNDN	-2.612	-3.218	-4.696	-5.981
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>10.226</b>	<b>12.582</b>	<b>18.314</b>	<b>23.376</b>
<b>LNST thuộc về CĐ mẹ</b>	<b>10.075</b>	<b>12.325</b>	<b>18.056</b>	<b>23.119</b>

Đơn vị: %

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>FY2019A</b>	<b>FY2020A</b>	<b>FY2021E</b>	<b>FY2022F</b>
<b>Tăng trưởng</b>				
Cho vay khách hàng	44,6	20,8	20,8	22,3
Huy động khách hàng	14,8	20,0	22,0	22,0
Thu nhập lãi thuần	25,2	31,5	39,0	26,3
Thu nhập hoạt động	14,8	28,4	35,6	25,0
LNST	19,1	22,3	46,5	28,0
Tổng tài sản	19,5	14,6	24,8	23,6
Vốn CSH	19,9	20,2	23,6	25,1
<b>Khả năng sinh lời</b>				
NIM	4,3	4,9	5,6	5,7
CIR	34,7	31,9	29,8	28,9
ROAE	17,7	18,0	21,7	22,3
ROAA	2,9	3,0	3,7	3,8
<b>Chất lượng tài sản</b>				
Tỷ lệ nợ xấu	1,3	0,5	0,5	0,6
Dự phòng/Nợ xấu	94,8	171,1	155,4	140,9
VCSH/Tổng tài sản	16,2	17,0	16,8	17,0
<b>Tỷ lệ an toàn hoạt động</b>				
(Cho vay KH + TCTC)/TTS	71,9	69,2	68,9	68,9
LDR thuần (Cho vay KH/Huy động KH)	99,8	100,0	99,0	99,3

Đơn vị: tỷ đồng

<b>BẢNG CÂN ĐỐI</b>	<b>FY2019A</b>	<b>FY2020A</b>	<b>FY2021E</b>	<b>FY2022F</b>
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	4.821	3.664	4.528	6.797
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	3.192	10.253	11.847	14.454
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	47.990	28.995	45.812	60.472
Chứng khoán kinh doanh	10.042	8.348	10.883	13.365
Các công cụ tài chính phái sinh và tài sản tài chính khác	0	0	0	0
Cho vay khách hàng	227.885	275.310	332.541	406.784
Chứng khoán đầu tư	66.055	84.447	109.949	136.281
Góp vốn, đầu tư dài hạn	12	12	12	12
Tài sản cố định	3.208	4.613	4.939	6.781
Bất động sản đầu tư	1.161	1.125	1.298	1.314
Tài sản Có khác	19.334	22.836	26.972	31.856
<b>Tổng tài sản</b>	<b>383.699</b>	<b>439.603</b>	<b>548.780</b>	<b>678.115</b>
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN Việt Nam	0	0	0	0
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	61.267	47.485	66.479	85.093
Tiền gửi của khách hàng	231.297	277.459	338.500	412.969
Các công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	434	267	0	0
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của Chính phủ và các tổ chức tín dụng khác	0	0	0	0
Phát hành giấy tờ có giá	17.461	27.900	36.270	45.337
Các khoản nợ khác	11.169	11.878	14.861	18.926
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>321.627</b>	<b>364.988</b>	<b>456.109</b>	<b>562.325</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>62.073</b>	<b>74.615</b>	<b>92.187</b>	<b>115.306</b>
Vốn của tổ chức tín dụng	35.478	35.526	35.526	35.526
Quỹ của tổ chức tín dụng	5.173	6.790	9.291	12.494
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0	0
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	21.130	31.816	47.370	67.286
Lợi ích của cổ đông thiểu số	292	484	484	484
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>383.699</b>	<b>439.603</b>	<b>548.780</b>	<b>678.115</b>

Đơn vị: tỷ đồng

<b>THUYẾT MINH</b>	<b>FY2019A</b>	<b>FY2020A</b>	<b>FY2021E</b>	<b>FY2022F</b>
<b>Thu nhập lãi</b>	<b>25.016</b>	<b>29.002</b>	<b>35.267</b>	<b>44.157</b>
Từ cho vay khách hàng	16.728	21.590	26.547	32.997
Từ tiền gửi, cho vay TCTD	721	347	260	463
Từ CK đầu tư	6.795	6.253	7.531	9.543
Từ NV bảo lãnh	0	0	0	0
Thu khác từ HĐTD	773	812	929	1.155
<b>Chi phí lãi</b>	<b>-10.758</b>	<b>-10.251</b>	<b>-9.205</b>	<b>-11.252</b>
Từ tiền gửi KH	-9.421	-8.196	-6.450	-7.632
Từ khoản vay các TCTD	-370	-599	-942	-1.291
Từ giấy tờ có giá	-967	-1.419	-1.807	-2.321
Chi phí khác	0	-37	-6	-8
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>-7.313</b>	<b>-8.631</b>	<b>-10.928</b>	<b>-13.239</b>
<b>Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng</b>	<b>-917</b>	<b>-2.611</b>	<b>-2.724</b>	<b>-3.229</b>



**BÁO CÁO CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ**

**Nguyễn Thị Phương Lam**  
*Head of Research*  
 lam.ntp@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1313)

**Trần Hà Xuân Vũ**  
*Senior Manager*  
 vu.thx@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

**Phạm Thị Tố Tâm**  
*Manager*  
 tam.ptt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

**Đỗ Thanh Tùng**  
*Manager*  
 tung.dt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

**Đào Phước Toàn**  
*Manager*  
 toan.dp@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1518)

- Thực phẩm & Đồ uống

**Bernard Lapointe**  
*Senior Consultant*  
 bernard.lapointe@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

**Phạm Minh Tú**  
*Analyst*  
 tu.pm@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1536)

- Vật liệu xây dựng
- Dược

**Nguyễn Ngọc Thành**  
*Analyst*  
 thanh.nn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

**Trần Hoàng Thế Kiệt**  
*Analyst*  
 kiet.tht@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1528)

- BĐS dân dụng
- Thị trường

**Nguyễn Hồng Loan**  
*Analyst*  
 loan.nh@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản

**Trần Thị Hà My**  
*Senior Consultant*  
 my.tth@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Ngọc Thảo**  
*Analyst*  
 thao.nn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng

**Trần Thu Anh**  
*Analyst*  
 anh.tt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6288 2006 (2221)

- Cảng biển
- Logistics

**Trần Thị Ngọc Hà**  
*Assistant*  
 ha.ttn@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1526)

**Trần Ngọc Thảo Trang**  
*Assistant*  
 trang.tnt@vdsc.com.vn  
 + 84 28 6299 2006 (1522)



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. CTCK Rông Việt tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được CTCK Rông Việt thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của CTCK Rông Việt. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của CTCK Rông Việt đều trái luật, **Bản quyền thuộc CTCK Rông Việt, 2021.**