

TECHCOMBANK (HSX: TCB)

KQKD Q1/2025 giảm tốc

- LNST trong Q1/2025 giảm tốc dự báo những thách thức sẽ đối mặt trong những quý tiếp theo.
- Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với TCB với giá mục tiêu mới đạt **31,800 VND/cp**. Mặc dù dự báo LNST 2025/2026 giảm đi, mức P/B cao hơn sử dụng cho giá trị sổ sách cuối năm 2025 bù đắp cho phần sụt giảm trên.

Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng lợi nhuận 2025/2026 do NIM kỳ vọng giảm và tang trưởng thu nhập ngoài lãi thấp hơn

Tổng thu nhập hoạt động (TOI) trong Q1/2025 đạt 11,611 tỷ đồng, giảm 5.3% so với cùng kỳ (svck) do thu nhập lãi thuần (NII) và thu nhập ngoài lãi (Non-II) giảm lần lượt 2.3% và 12.1% svck. NIM giảm mạnh 79 điểm cơ bản (đcb) xuống 3.6% cùng với tăng trưởng tín dụng (TTTD) chỉ đạt 4.1% so với đầu năm (Q1/2024: +7.1% so với đầu năm 2024). Hoạt động thu phí (NFI) và đầu tư chứng khoán giảm 15.8% và 40.0% svck là nguyên nhân chính khiến Non-II giảm. Chi phí dự phòng trong quý đạt 1,090 tỷ đồng, -10.0% svck và CIR ở mức 28.3% dẫn đến lợi nhuận ròng đạt 6,014 tỷ đồng, -4.2% svck. Mức LNST này hoàn thành 23.0% kế hoạch cả năm 2025.

NIM dự kiến sẽ giảm xuống mức 4.0% trong năm 2025 và phục hồi lên 4.2% trong năm 2026. Tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ đạt khoảng 20%/năm trong 2 năm tới giúp NII tăng 12.5%/24.7% svck trong năm 2025/2026. Non-II trong năm 2025 dự kiến sẽ tăng lần lượt tương ứng 16.1%/13.5% YoY chủ yếu nhờ phí IB tăng 20%/năm cùng với doanh thu banca hồi phục với công ty con mới.

Chi phí tín dụng được duy trì ở mức khoảng 0.6% trong 2 năm tiếp theo

NPL (nợ xấu) và nợ nhóm 2 của TCB tính đến cuối Q1/2025 lần lượt đạt 1.17% và 0.78%, +5 đcb và +8 đcb so với đầu năm. Áp lực tăng NPL dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới do đóng góp của mảng ngân hàng bán lẻ cao hơn. Điều đó khiến TCB duy trì chi phí tín dụng ở mức khoảng 0.6%/năm, tương đương mức của 2 năm gần đây để kiểm soát NPL dưới 1.5% theo kế hoạch. Do đó, chúng tôi ước tính chi phí trích lập dự phòng tăng lần lượt 35.3%/13.0% svck, dẫn đến lợi nhuận ròng tăng 15.2%/19.0% svck. Con số này tương đương với KHKD 2025 của TCB.

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu mới là 31.800 VND/cp

Mặc dù chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận ròng của năm tài chính 2025/2026 lần lượt 16.9%/20.9% so với dự báo trước đó, P/B mục tiêu 1.3x áp dụng cho BVPS (giá trị sổ sách) vào cuối năm 2025 thay vì năm 2024 bù đắp cho việc giảm giá mục tiêu. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng P/B 1.3x là xứng đáng khi xét đến mức tăng trưởng lợi nhuận ròng hàng năm dự kiến của TCB là hơn 20%/năm trong 5 năm tới.

Hình 1: Tổng hợp các chỉ tiêu tài chính (Đvt: tỷ đồng)

Chỉ tiêu tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Tổng thu nhập hoạt động	40,061	53,814	67,106	79,087
Thu nhập lãi thuần	27,691	37,800	47,922	56,589
NIM	4.0%	4.5%	4.7%	4.7%
Chi phí dự phòng	3,921	6,935	8,350	7,117
LNST	18,191	24,428	30,164	37,715
Tăng trưởng LNST	-11.0%	34.3%	23.5%	25.0%
Tăng trưởng tín dụng	21.6%	23.5%	20.1%	18.3%
Tăng trưởng huy động	23.7%	22.9%	18.2%	18.2%
Giá trị sổ sách	18,497	21,214	25,496	30,849
P/B	1.2x	1.1x	0.9x	0.7x

Nguồn: TCB, MBS Research

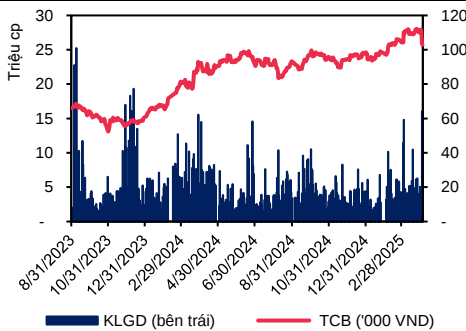
KHẢ QUAN

Giá mục tiêu 31,800 VND/cp
Tiềm năng tăng giá +15.2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận ròng của năm tài chính 2025F/2026F xuống 16,9%/20,9% so với dự báo trước đó.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	27,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	28,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,850
Vốn hóa (tỷ VND)	183,332
P/E (TTM)	8.4x
P/B (TTM)	1.3x
Tỷ suất cổ tức (%)	6.0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	22.51%

Nguồn: FiinPro, MBS Research

Cơ cấu sở hữu (31/12/2024)

CTCP Tập Đoàn Masan	14.84%
Nguyễn Thị Thanh Thuỷ	4.93%
Hồ Anh Minh	4.88%
Hồ Thủy Anh	4.88%
Nguyễn Phương Hoa	2.15%

Nguồn: FiinPro, MBS Research

Chuyên viên phân tích cao cấp



Đinh Công Luyến

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

KQKD Q1/2025: tăng trưởng do mở rộng tín dụng
chậm lại và thu hẹp NIM

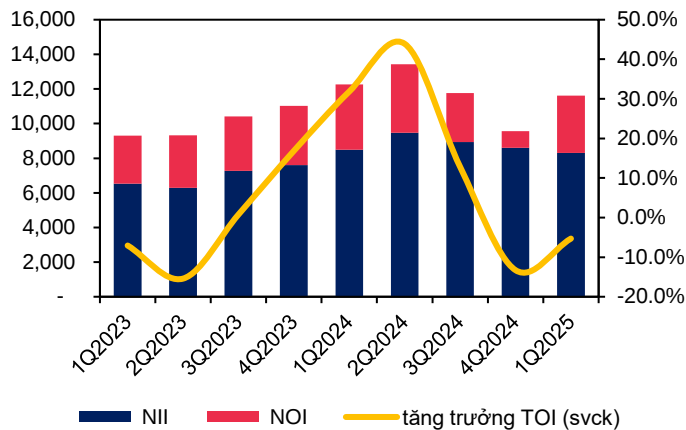
Hình 2: Cập nhật KQKD Q1/2025 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	1Q2024	1Q2025	% svck	% dự bảo gần nhất	Đánh giá
Tổng thu nhập hoạt động	12,262	11,611	-5.3%	17.2%	
Thu nhập lãi thuần	8,500	8,305	-2.3%	16.3%	Tăng trưởng tín dụng chậm hơn svck cùng với NIM suy giảm mạnh khiến NII giảm tốc trong Q1/2025.
Thu nhập thuần ngoài lãi	3,762	3,306	-12.1%	20.0%	
Chi phí trích lập dự phòng	1,211	1,090	-10.0%	17.5%	
LNST	6,277	6,014	-4.2%	19.1%	
Tăng trưởng tín dụng (SO VỚI ĐẦU NĂM)	7.1%	4.1%	-301 đcb		Cho vay bán lẻ (RB) ghi nhận mức tăng trưởng cao hơn so với nhóm KHDN (WB) trong 2 quý gần đây. Đối với WB, dư nợ của nhóm ngành BĐS- ReCoM (bao gồm bất động sản, xây dựng và vật liệu) ghi nhận mức tăng trưởng 19.7% svck trong khi nhóm FMCG, bán lẻ và logistics giảm 13.0% svck. Đối với RB, cho vay mua nhà và thẻ tín dụng tăng 23.2% và 26.6% svck là những động lực chính của nhóm này.
Tăng trưởng huy động (SO VỚI ĐẦU NĂM)	4.6%	1.1%	-359 đcb		
NIM	4.4%	3.6%	-79 đcb		NIM giảm mạnh 79 đcb svck, mặc dù COF duy trì ở mức 3.3%. Lãi suất cho vay giảm 100 đcb svck do sự cạnh tranh gay gắt giữa các ngân hàng, đặc biệt ở nhóm cho vay bán lẻ.
CIR	26.5%	28.3%	179 đcb		CIR tăng nhẹ do phân bổ các khoản chi phí thường và ghi nhận hoàn nhập chi phí phúc lợi nhân viên trong quý.
CASA	40.5%	35.1%	-541 đcb		Số dư Auto earnings đạt 38 nghìn tỷ đồng, tăng 22,7% so với đầu năm và tăng 280% svck với khoảng 3 triệu khách hàng đã đăng ký.
NPL	1.1%	1.2%	4 đcb		Nợ nhóm 2 có xu hướng giảm kể từ Q1/2024 nhưng không đáng kể, có thể gây áp lực tăng NPL trong những quý tiếp theo. Dư nợ cho vay bán lẻ tăng nhanh càng đẩy nhanh xu hướng này trong thời gian tới.
LLR	106.1%	111.6%	552 đcb		Chi phí tín dụng trong Q1/2025 là 0,6%, giảm 20 đcb svck và tương đương với năm 2024.
ROE	15.6%	14.8%	-81 đcb		
ROA	2.5%	2.3%	-19 đcb		

Nguồn: TCB, MBS Research

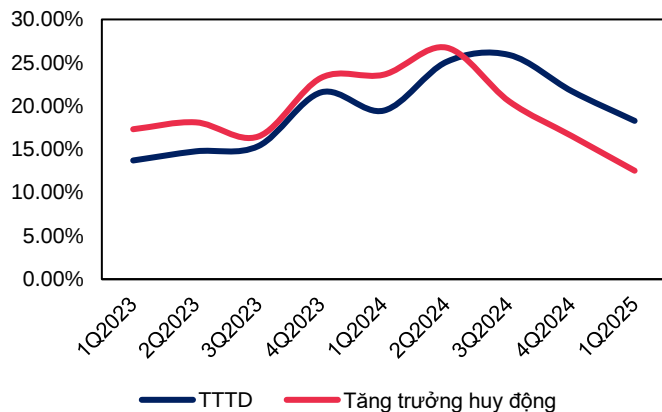
Hình 3: KQKD hàng quý của TCB (Đơn vị: tỷ VND)

Hình 4: Chất lượng tài sản theo quý của TCB (% , tỷ VND)

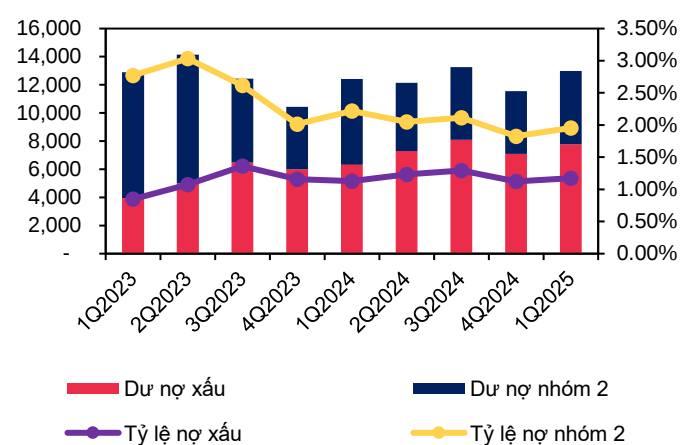


Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 5: TTTD và huy động theo quý svck (Đơn vị: %)

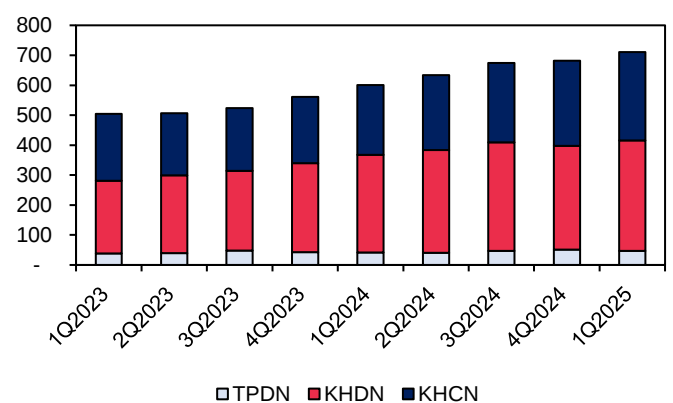


Nguồn: TCB, MBS Research



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 6: Cơ cấu cho vay theo quý của TCB (%)



Nguồn: TCB, MBS Research

Thách thức cho NIM và Non-II đặt ra triển vọng thận trọng cho tăng trưởng thu nhập trong 2 năm tới

TTTD 20%/năm trong 2 năm tới với kịch bản cơ sở

Sau khi tăng trưởng ấn tượng trong 6T2024, TTTD của TCB đã chậm lại kể từ Q3/2024. Trong Q1/2025, TTTD đạt 4.1% so với đầu năm, thấp hơn nhiều so với mức 7.1% của năm trước. Dư nợ KHDN và KHCN đều tăng trưởng chậm hơn trong Q1/2025, ghi nhận ở mức 4.5% và 3.9% so với đầu năm, so với mức 8.2% và 5.4% so với đầu năm trong Q1/2024.

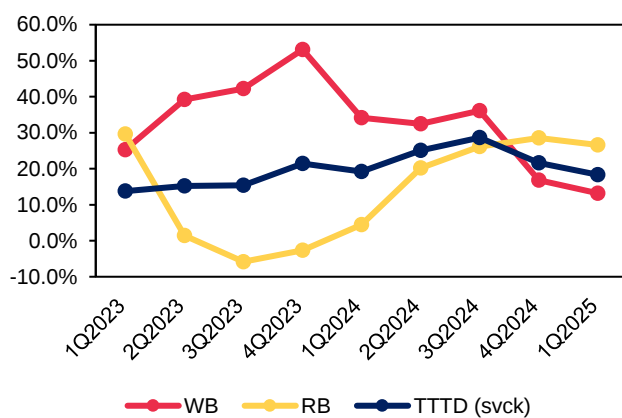
Đối với nhóm KHDN, chúng tôi quan sát thấy sự giảm tốc dần của nhóm ngành ReCoM (bất động sản và các ngành liên quan như xây dựng, vật liệu,...) mặc dù vẫn chiếm tỷ trọng chủ đạo trong cơ cấu của WB với 72%. Cho vay ngành ReCoM tăng trưởng 19.7% svck vào cuối Q1/2025, thấp hơn mức 24.8% svck trong Q1/2024. Mặc dù các ngành nhóm FMCG, bán lẻ và logistics đã tăng tốc kể từ Q2/2024 liên quan đến chính sách đa dạng hóa của TCB theo hướng giảm dần sự phụ thuộc vào ngành bất động sản, nhưng đã ghi nhận giảm nhẹ trong Q1/2025, giảm 13.0% svck do nên so sánh cao của năm trước (+41.9% svck trong Q1/2024).

Đối với ngân hàng bán lẻ (RB), cho vay mua nhà tăng đều đặn kể từ Q2/2024 cùng với việc cho vay ký quỹ (margin) tăng tốc giúp dư nợ bán lẻ tăng trưởng

nhANH hơn so với nhóm KHDN. Cho vay mua nhà tăng 23.2% svck trong Q1/2025 và là quý thứ 4 liên tiếp tăng trưởng svck nhờ sức mua bất động sản phục hồi mạnh mẽ tại thị trường TP.HCM. Cho vay thẻ tín dụng tăng trưởng ấn tượng 26.6% svck sau 5 quý liên tiếp tăng trưởng âm. Bên cạnh đó, dư nợ trả trước đã giảm đều đặn cùng với số tiền giải ngân tăng dần kể từ Q1/2023 báo hiệu sự phục hồi mạnh mẽ hơn trong các quý tới đối với mảng cho vay mua nhà.

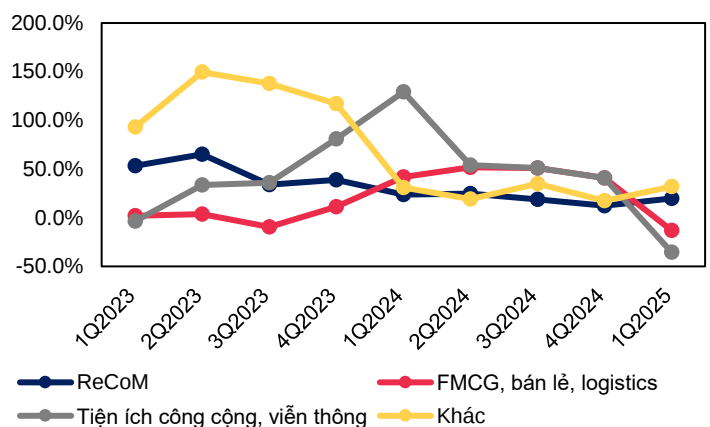
Mặc dù TTĐD trong Q1/2025 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do cạnh tranh khốc liệt của các ngân hàng, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo tăng trưởng 20% trong năm 2025 và 2026, với giả định GDP tăng trưởng 7-8%/năm. Sự phục hồi mạnh mẽ hơn của ngành bất động sản và tiêu dùng nội địa dự kiến sẽ thúc đẩy TTĐD của TCB kể từ Q3/2025. Trong Q2/2025, chúng tôi tin rằng các khoản cho vay liên quan đến logistics và xuất khẩu sẽ được đẩy mạnh trước khi thuế quan mới chính thức công bố sau thời gian đàm phán lại 90 ngày.

Hình 7: TTĐD theo nhóm KH của TCB hàng quý (%)



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 8: TTĐD theo ... của TCB hàng quý (%)



Nguồn: TCB, MBS Research

NIM giảm xuống mức 4.0% trong năm 2025 và phục hồi nhẹ lên 4.2% trong năm 2026

TCB là một trong số ít ngân hàng có NIM tăng trong năm 2024 nhờ giảm áp dụng chính sách giá linh hoạt kể từ Q3/2024. CASA vượt trội cũng đóng góp lớn vào sự cải thiện của NIM. Tuy nhiên, NIM đã cho thấy xu hướng giảm tốc kể từ Q2/2024 do sự cạnh tranh gay gắt giữa các ngân hàng kéo lãi suất cho vay xuống trong nửa cuối năm 2024 để hoàn thành mục tiêu TTĐD. Trong Q1/2025, NIM giảm 79 đcb svck và 28 đcb so với quý trước.

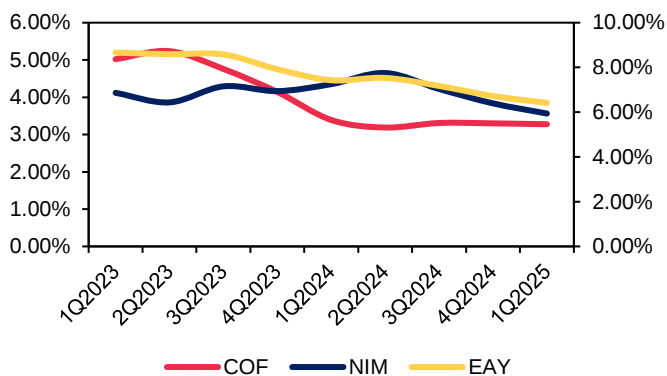
Tỷ lệ CASA của TCB (bao gồm số dư của các tài khoản tự động sinh lời-Auto earning) đã có sự cải thiện đáng kể so với năm ngoái. Tỷ lệ CASA vào cuối Q1/2025 đạt 39.4%, giảm nhẹ so với mức 41.7% vào cuối Q1/2024 và mức 40.8% vào cuối Q4/2024. TCB đã triển khai dịch vụ Tự động sinh lời 2.0 kể từ Q1/2024, cho phép khách hàng hưởng mức sinh lời vượt trội so với tài khoản thanh toán thông thường, tích hợp nhiều tính năng hấp dẫn như không giới hạn tối đa và tối thiểu. Điều này đã khuyến khích nhiều khách hàng chuyển tài khoản của mình sang Tự động sinh lời, góp phần nâng cao CASA. Số dư tự động sinh lời vào cuối Q1/2025 đạt hơn 38 nghìn tỷ đồng, cao hơn gần 4 lần so với đầu năm 2024. Bên cạnh đó, CASA trên mỗi khách hàng tính đến cuối Q1/2025 cũng cải thiện đáng kể lên 31.0 triệu đồng, tăng 25.0% svck (Q1/2024: 24.8 triệu đồng/khách hàng).

Chúng tôi dự báo lãi suất tiền gửi sẽ có xu hướng tăng nhẹ trong 6-9 tháng tới khi thanh khoản trong hệ thống ngân hàng có dấu hiệu thắt chặt khi TTHĐ vẫn thấp hơn so với TTĐD. Trong khi đó, lãi suất cho vay dự kiến sẽ giảm để thu hút nhu cầu tín dụng, đặc biệt là trong lĩnh vực bất động sản và tiêu dùng bán lẻ. Do đó, chúng tôi tin rằng COF của hầu hết các ngân hàng sẽ nhỉnh hơn trong năm 2025 so với năm 2024.

Với việc TCB đang tăng cường chính sách đa dạng hóa tín dụng cho WB để chuyển hướng tập trung vào các lĩnh vực khác như FMCG, bán lẻ và logistics, lãi suất cho vay có khả năng tiếp tục giảm theo định hướng của SBV. Cho vay mua nhà cũng đối mặt với thách thức do nguồn cung bất động sản hạn chế vào năm 2025 khiến các ngân hàng phải đẩy nhanh cạnh tranh về lãi suất cho vay để thu hút khách hàng.

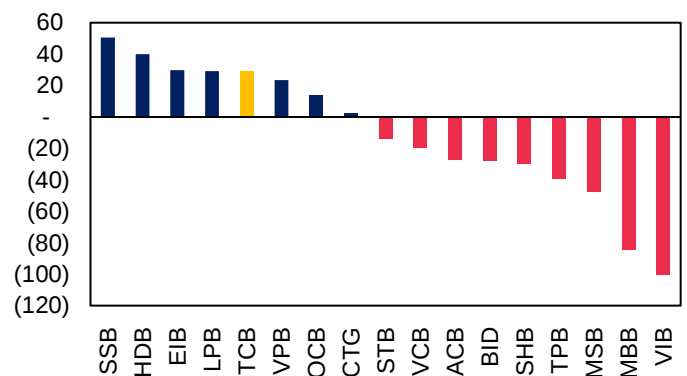
Nhìn chung, chúng tôi đánh giá NIM của TCB ít có khả năng tăng và ước tính sẽ giảm khoảng 20 đcb vào năm 2025. Đối với năm 2026, NIM dự kiến sẽ phục hồi về mức tương đương năm 2024 nhờ lãi suất cho vay dần phục hồi theo nhu cầu tín dụng tăng.

Hình 9: NIM, COF và Lợi suất tài sản theo quý của TCB (%)



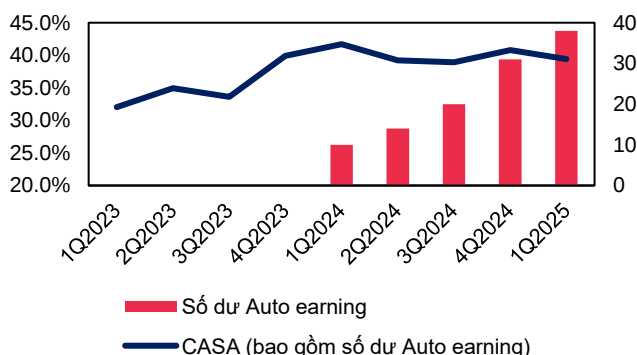
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 10: Biến động NIM của các NHNY trong Q1/2025 (đcb)



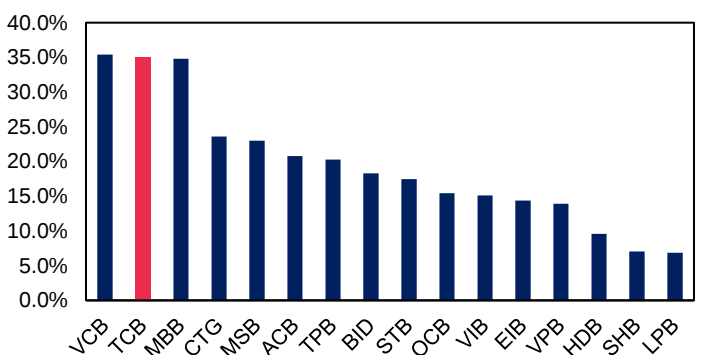
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 11: CASA của TCB theo quý (%)



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 12: CASA của các NHNY đến cuối năm Q1/2025 (không bao gồm số dư Auto earning, %)



Nguồn: TCB, MBS Research

Các động lực chính của NFI đang phải đối mặt với thách thức về mức tăng trưởng 20-25%/năm.

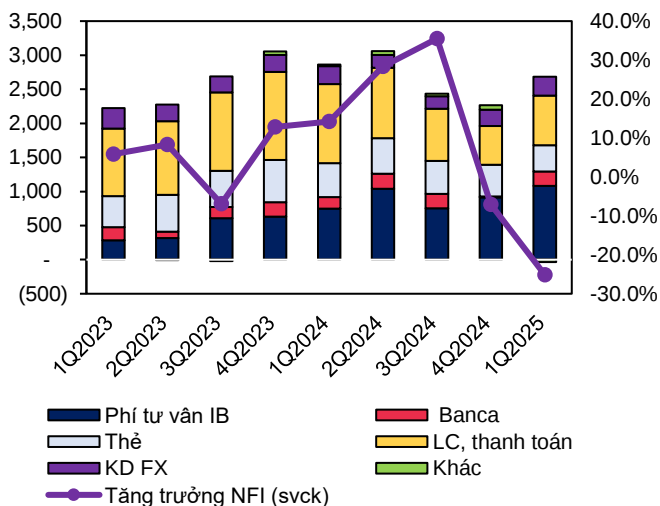
Thu nhập ngoài lãi (Non-II) trong Q1/2025 đạt 3,306 tỷ đồng, giảm 12.1% svck và tăng 247,0% so với quý trước, chủ yếu do NFI và đầu tư chứng khoán giảm.

NFI giảm 15.8% svck và tăng 25.0% so với quý trước (chủ yếu do quý trước ghi nhận chi phí bất thường liên quan đến việc chấm dứt hợp đồng phân phối độc quyền với Manulife). Phí IB, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu NFI, đạt mức kỷ lục mới xấp xỉ 1.1 nghìn tỷ đồng, tăng 44.5% svck. Đến cuối Q1/2025, thị phần môi giới cổ phiếu niêm yết và trái phiếu doanh nghiệp của TCBS lần lượt đạt 7.5% và 57%. TCBS vẫn giữ vững vị trí số 1 về thị phần môi giới TPDN.

Trong 2T2025, TPDN diễn biến chậm chạp khi không có đợt phát hành mới. Nhìn về cả năm 2025, chúng tôi dự báo hoạt động phát hành TPDN sẽ chậm lại so với năm ngoái do (i) lĩnh vực bất động sản, động lực chính của đợt phát hành TPDN trong năm tài chính 2024 (đạt hơn 78 nghìn tỷ đồng, chiếm hơn 50% tổng giá trị phát hành), vẫn phải đối mặt với những thách thức về việc tung ra nguồn cung mới; (ii) các lĩnh vực khác như xây dựng, vật liệu vẫn chưa phục hồi hoàn toàn do bất ổn toàn cầu và hoạt động chi tiêu của chính phủ còn nhiều vấn đề.

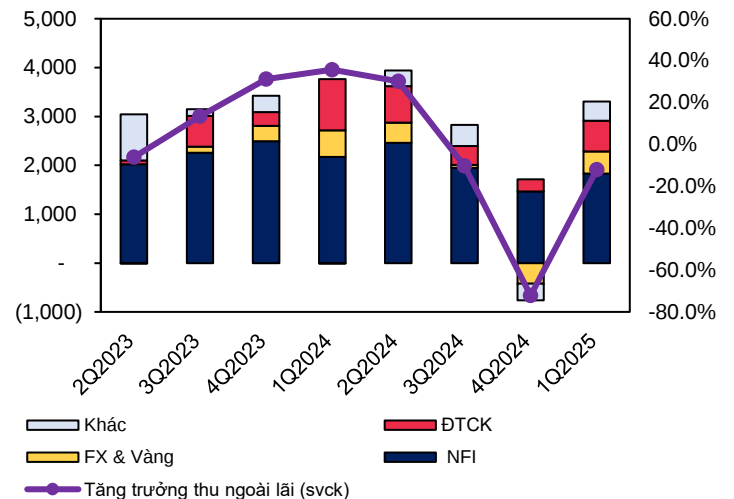
Đối với banca, TCB sẽ thành lập một công ty con trong năm 2025 phụ trách cả bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ, tận dụng mạng lưới khách hàng khổng lồ và số hóa vượt trội. Về lâu dài, họ có kế hoạch tìm kiếm một đối tác toàn cầu chuyên nghiệp cho công ty con này để đưa sản phẩm của mình ra thế giới và nhận được hỗ trợ tài chính nếu cần. Với kết quả kinh doanh vượt trội của TCBS và vị thế môi giới thống lĩnh của mình, chúng tôi tin rằng TCB có thể làm những điều tương tự trong hoạt động banca trong dài hạn. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính rằng banca ít có khả năng tăng hơn 20%/năm trong 2 năm tới do cần thời gian hồi phục. Nhìn chung, chúng tôi dự đoán rằng NFI trong năm 2025 sẽ tăng trưởng 16.1% svck.

Hình 13: Cơ cấu NFI của TCB (tỷ VND)



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 14: Cơ cấu tài sản phi IB theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: TCB, MBS Research

Chi phí tín dụng được duy trì do tăng trưởng RB cao hơn trong 2 năm tới

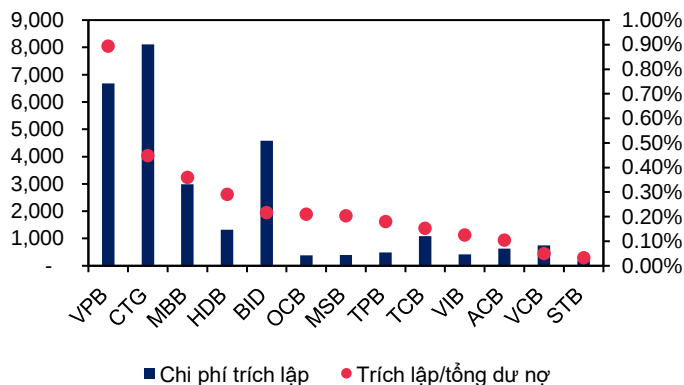
NPL và nợ nhóm 2 của TCB vào cuối Q1/2025 lần lượt tăng lên 1.17% và 0.78%, tăng 5 đcb và tăng 8 đcb so với đầu năm. NPL trong Q1/2025 được nâng lên nhóm 2 là 366 tỷ đồng (+38.1% svck và -54.4% so với quý trước) cùng với thu hồi nợ xấu là 1,133 tỷ đồng (-5.9% svck và -28.4% so với quý trước), dư nợ xấu tăng 9.6% so với quý trước, +23.2% svck. Tăng trưởng tín dụng thấp hơn cũng làm gia tăng NPL.

Phần lớn các khoản NPL mới có nguồn gốc từ phân khúc khách hàng bán lẻ, với tỷ lệ NPL đạt 2.59%, +29 đcb so với quý trước và +22 đcb svck. Trong phân khúc này, cho vay mua nhà chiếm thị phần lớn nhất, có tỷ lệ NPL tăng đáng kể từ 1.89% vào cuối năm 2024 lên 2.29% vào cuối Q1/2025. Ngược lại, nhóm khách hàng doanh nghiệp đã có sự cải thiện đáng kể, với tỷ lệ NPL giảm xuống 0.25% vào cuối Q1/2025 từ 0.33% vào cuối năm 2024.

Trong Q1/2025, TCB ghi nhận chi phí trích lập dự phòng là 1,090 tỷ đồng, giảm 10.0% svck và tăng 825.0% so với quý trước do nền thấp trong quý trước. Chi phí tín dụng trong quý đạt 0.63%, tương đương với cả năm 2024. Số tiền sử dụng dự phòng cụ thể trong năm đạt 525 tỷ đồng, không đổi so với cùng kỳ năm trước, dẫn đến tỷ lệ sử dụng dự phòng cụ thể đạt 46.9% (năm 2024: 69%).

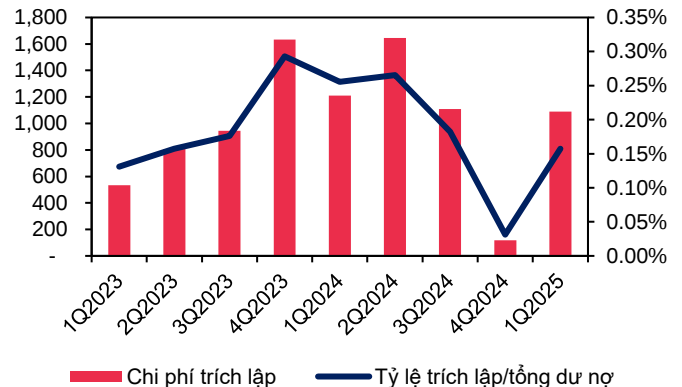
Trong giai đoạn 2025/2026, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của TCB sẽ được đóng góp bởi tăng trưởng RB cao hơn với động lực chính vẫn là cho vay mua nhà. Do đó, áp lực tăng NPL dự kiến sẽ duy trì trong ngắn hạn khiến TCB phải duy trì mức trích lập dự phòng như 2 năm qua để kiểm soát NPL dưới 1.5% theo kế hoạch. Do đó, chúng tôi ước tính chi phí tín dụng của năm tài chính 2025/2026 đạt 0.65%/0.66% dẫn đến chi phí dự phòng tăng lần lượt 35.3%/20.2% svck.

Hình 15: Dự phòng/tổng tín dụng của các NHNY đến cuối Q1/2025 (%)



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 16: Chi phí dự phòng hàng quý và rủi ro dự phòng/tín dụng (tỷ đồng, %)



Nguồn: TCB, MBS Research

Dự báo KQKD: Tăng trưởng lợi nhuận ròng chậm lại do chi phí dự phòng tăng đáng kể trong năm 2025

Hình 17: Tóm tắt dự báo KQKD 2025-2026

Các tiêu chí KQKD	2024	2025F	% svck	2026F	% svck	Nhận xét
Tổng thu nhập hoạt động	46,990	53,264	13.3%	64,930	21.9%	
Thu nhập lãi thuần	35,508	39,930	12.5%	49,794	24.7%	
Thu nhập thuần ngoài lãi	11,482	13,334	16.1%	15,136	13.5%	
Chi phí trích lập dự phòng	4,082	5,524	35.3%	6,637	20.2%	
LNST	27,538	31,495	14.4%	37,515	19.1%	
TTTD	21.7%	19.6%	-213 đcb	20.6%	100 đcb	Hạn mức tín dụng dự kiến sẽ tăng trong nửa cuối năm 2025 nhờ nhu cầu tín dụng bất động sản phục hồi nhờ đẩy nhanh chỉ tiêu của chính phủ.
Tăng trưởng huy động	16.4%	21.9%	547 đcb	21.4%	-45 đcb	Sự gia tăng của COF sẽ chịu áp lực nhiều hơn kể từ Q2/2025
NIM	4.2%	4.0%	-24 đcb	4.2%	20 đcb	Lãi suất cho vay sẽ bắt kịp lãi suất huy động từ nửa cuối năm 2025 do nhu cầu tín dụng tăng cao, đặc biệt là cho vay bán lẻ.
CIR	32.7%	30.5%	-221 đcb	32.0%	150 đcb	
CASA	37.4%	38.0%	63 đcb	38.5%	55 đcb	Không bao gồm số dư thu nhập tự động. Nếu bao gồm, chúng tôi dự đoán CASA sẽ duy trì ở mức khoảng 40%, top 2 của ngành ngân hàng.
NPL	1.1%	1.2%	5 đcb	1.2%	2 đcb	Nhờ chính sách trích lập dự phòng cao trong vài năm trở lại đây, chúng tôi tin rằng TCB sẽ ưu tiên mục tiêu tăng trưởng trong vài năm tới. Do đó, NPL sẽ được kiểm soát không tăng đột biến nhiều, thay vì giảm xuống.
LLR	113.9%	111.1%	-287 đcb	110.1%	-96 đcb	
ROE	15.8%	15.9%	10 đcb	16.1%	24 đcb	
ROA	2.4%	2.3%	-6 đcb	2.3%	-3 đcb	

Nguồn: TCB, MBS Research

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi nâng giá mục tiêu 12 tháng lên **31,800 VND/cp** và vẫn duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với TCB. Mặc dù chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận ròng của năm tài chính 2025/2026 xuống 16.9%/20.9% so với dự báo trước đó, P/B mục tiêu cao hơn ở mức 1.3x áp dụng cho BVPS vào cuối năm 2025 thay vì năm 2024 sẽ bù đắp cho việc giảm giá mục tiêu. Chúng tôi tin rằng TCB có thể:

- Duy trì tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của lợi nhuận ròng trong 5 năm tới ở mức trên 20%/năm so với mức 16.3%/năm trong 5 năm qua.
- NPL sẽ được kiểm soát tốt và giảm xuống dưới 1.3% kể từ năm 2025.
- CAR sẽ được duy trì trong nhóm 2 ngân hàng cao nhất trong thời gian tới, đảm bảo khả năng cạnh tranh vượt trội về TTTD cao và đa dạng hóa hoạt động.

Tổng hợp các giả định trong Phương pháp định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu TCB bằng cách kết hợp 2 phương pháp định giá: Thu nhập còn lại (RI) và P/B

- P/B: Chúng tôi sử dụng tỷ lệ P/B mục tiêu là 1.3x để áp dụng cho giá trị sổ sách của TCB vào cuối năm 2025. Con số này cao hơn một chút so với P/B hiện tại do cú sốc của thị trường chứng khoán do thông báo áp thuế của Tổng thống Hoa Kỳ gần đây.
- Về phương pháp thu nhập thặng dư, tỷ trọng giá trị sổ sách trong thành phần định giá đã được giảm xuống còn 62.1% trong lần định giá này, phản ánh triển vọng lợi nhuận lạc quan hơn cho TCB trong những năm tới, đặc biệt là sau khi thị trường bất động sản phục hồi.
- Cổ tức tiền mặt 10%.

Rủi ro đầu tư

- Lãi suất tiền gửi cao hơn dự kiến do tăng tốc tiền gửi có kỳ hạn nhiều hơn CASA dẫn đến COF cao hơn và NIM thấp hơn.
- Sự bất ổn toàn cầu có thể khiến TTTD chậm hơn dự kiến cho toàn bộ khu vực.

Định giá

Hình 18: Tóm tắt định giá theo Phương pháp Thu nhập thặng dư

	2025	2026	2027	2028	2029
LS phi rủi ro	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
Phần bù rủi ro	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18
Chi phí vốn cổ phần	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
(ĐVT: tỷ đồng)					
Thu nhập thặng dư (RI)	2,485	3,381	5,870	8,547	10,541
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	2,485	2,968	4,524	5,784	6,263
VCSH đầu kỳ	145,419				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	22,025				
GTHT terminal value	51,962				
Giá trị VCSH cuối kỳ	219,406				
SLCP lưu hành (tr cp)	7,065				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	31,100				

Nguồn: MBS Research

Hình 19: Bảng so sánh các NHTM Việt Nam (giá đóng cửa ngày 09/05/2025)

	Giá hiện tại (VND/cp)	Tổng tài sản (tỷ đồng)	Khuyến nghị	P/E		P/B		ROE		ROA	
				TTM	2025F	TTM	2025F	TTM	2025F	TTM	2025F
ACB	24,150	864,006		6.5x	5.3x	1.2x	1.1x	20.4%	18.3%	2.0%	1.0%
BID	35,100	2,760,693		9.6x	7.9x	1.6x	1.4x	18.2%	15.9%	0.9%	1.0%
CTG	37,450	2,385,388		7.8x	6.1x	1.3x	1.1x	17.9%	20.8%	1.1%	1.8%
HDB	21,200	697,281		5.3x	9.2x	1.3x	1.4x	25.8%	22.0%	2.1%	2.4%
LPB	34,500	508,330		10.4x	7.1x	2.3x	1.7x	23.7%	6.2%	2.1%	10.9%
MBB	23,500	1,128,801		5.8x	5.6x	1.2x	1.1x	22.6%	14.9%	2.3%	2.4%
STB	39,750	748,095		6.9x	6.9x	1.3x	1.1x	20.4%	22.6%	1.5%	2.4%
TCB	27,600	978,799		9.2x	6.9x	1.3x	1.1x	14.7%	22.6%	2.2%	2.4%
TPB	14,050	418,028		5.9x	4.7x	0.9x	0.7x	16.9%	18.5%	1.6%	1.3%
VCB	56,600	2,085,397		13.9x	12.6x	2.3x	2.0x	17.6%	18.5%	1.7%	1.3%
OCB	10,550	280,712		8.9x	6.5x	0.8x	0.7x	9.4%	18.5%	1.1%	1.3%
VIB	17,550	493,158		7.3x	5.6x	1.2x	1.0x	17.4%	27.8%	1.5%	2.7%
VPB	17,000	923,848		8.4x	6.9x	0.9x	0.8x	11.5%	22.7%	1.8%	1.7%
Trung bình loại trừ SOCBs		704,106		7.4x	6.5x	1.2x	1.1x	18.3%	19.4%	1.8%	2.8%
Trung bình		1,097,887		8.1x	7.0x	1.4x	1.2x	18.2%	19.2%	1.7%	2.5%

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Hình 20: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	31.100	50%	15.550
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.2x)	32.500	50%	16.250
Giá mục tiêu			31.800

Nguồn: MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	Tỷ số tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Thu nhập lãi thuần	27,691	35,508	39,930	49,794	Tăng trưởng				
Lãi thuần từ Dịch vụ	8,715	8,042	8,320	10,699	Tổng tài sản	21.5%	15.2%	20.6%	20.6%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	196	593	717	1,192	Cho vay và CK	19.5%	25.6%	16.1%	18.6%
Lãi thuần từ CKKD	65	81	140	136	Tiền gửi KH & GTCG	23.3%	16.5%	21.8%	21.4%
Lãi thuần từ CKĐT	926	2,359	1,940	1,801	LNTT	-2.5%	17.9%	17.1%	19.3%
Lãi thuần từ HĐ khác	2,434	343	2,217	1,308					
Tổng thu nhập hoạt động	40,061	46,990	53,264	64,930	An toàn vốn				
Chi phí hoạt động	13,252	15,370	16,245	20,778	CAR	14.4%	15.2%	N/A	N/A
Chi phí DPRRTD	3,921	4,082	5,524	6,637	VCSH/Tổng tài sản	15.8%	15.3%	14.9%	14.4%
LNTT	22,888	27,538	31,495	37,515	Đòn bẩy tài chính	6.32	6.54	6.73	6.93
Chi phí thuế TNDN	4,697	5,778	6,431	7,689					
LNST	18,191	21,760	25,064	29,826	Chất lượng tài sản				
LN cổ đông thiểu số	(187)	(237)	(273)	(325)	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%
LNST cho Ngân hàng	18,004	21,523	24,791	29,501	Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%
					Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	102.1%	113.9%	111.1%	110.1%
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26					
Tiền và tương đương tiền	3,621	3,385	3,174	3,573	Thanh khoản				
Tiền gửi tại NHNN	27,141	54,353	28,581	37,415	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	81.0%	84.7%	83.1%	82.6%
Tiền gửi và cho vay các TCTD	104,072	84,590	140,513	182,033	TS thanh khoản/TTS	28.8%	30.7%	26.4%	26.2%
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	4,433	9,001	13,999	8,440	TS thanh khoản/tiền gửi KH	40.2%	45.1%	37.3%	37.1%
Phái sinh và các CCTC khác	144	-	-	-					
Hoạt động mua nợ	82	142	-	-	Khả năng sinh lợi				
Cho vay khách hàng	518,642	631,725	777,720	937,727	ROA	15.0%	15.8%	15.9%	16.1%
Dự phòng cho vay	(6,128)	(8,091)	(10,113)	(12,338)	ROE	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%
Chứng khoán đầu tư	104,994	148,624	125,174	141,348	NIM	4.0%	4.2%	4.0%	4.2%
Đầu tư dài hạn khác	3,046	3,103	2,954	2,969	TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	69.1%	75.6%	75.0%	76.7%
Tài sản cố định	8,893	12,467	13,398	14,471	Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	33.1%	32.7%	30.5%	32.0%
BĐS đầu tư	-	-	-	-					
Tài sản Có khác	80,543	39,501	85,379	108,847	Định giá				
TỔNG TÀI SẢN	849,482	978,799	1,180,779	1,424,485	EPS cơ bản (VND)	2,548	3,046	3,509	4,176
					Giá trị sổ sách (VND)	18,445	20,583	24,092	28,268
Nợ NHNN, Chính phủ	0	12	12	12	P/E	10.2x	8.6x	7.4x	6.3x
Tiền gửi, vay các TCTD khác	153,173	132,239	195,985	225,476	P/B	1.4x	1.3x	1.1x	0.9x
Tiền gửi của khách hàng	454,661	533,392	638,517	779,571					
Phái sinh và các CCTC khác	-	931	931	931					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	-	-	-	-					
Phát hành giấy tờ có giá	84,703	140,422	147,767	187,545					
Các khoản nợ khác	25,317	23,862	24,565	28,123					
NỢ PHẢI TRẢ	717,854	830,859	1,007,777	1,221,659					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	131,628	147,940	173,002	202,827					
Vốn điều lệ	35,225	70,649	70,649	70,649					
Thặng dư vốn cổ phần	476	(0)	(0)	(0)					
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
Vốn khác	556	7,764	7,764	7,764					
Quỹ của TCTD	45,726	24,785	26,767	29,125					
LN chưa phân phối	48,328	42,222	65,029	92,170					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	1,317	2,520	2,794	3,119					
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	849,482	978,799	1,180,779	1,424,485					

Nguồn: BCTC TCB, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>	
Vĩ mô & Chiến lược thị trường <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Nguyễn Phú Cường</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Luyện</i> <i>Nguyễn Đức Hào</i>	Bất động sản <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Nguyễn Minh Trí</i> <i>Lê Hải Thành</i>
Dịch vụ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>	Công nghiệp – Năng Lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>	