

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

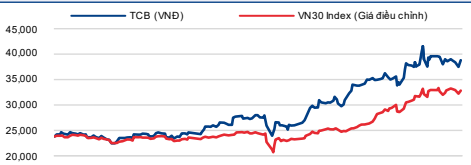
Giá mục tiêu: VNĐ44,500 (từ VNĐ36,400)

Tiềm năng tăng/giảm: 14.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/9/2025)	38,900
Mã Bloomberg	TCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	22,400-41,550
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	38,175
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	274,823
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	10,409
Slg CP lưu hành (tr.đv)	7,065
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,591
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	22.5%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.5%
Tỷ lệ freefloat	60.0%
Cổ đông lớn	h và người liên quan (19.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.60	15.1	63.4
So với chỉ số	(0.62)	(9.26)	18.2
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,601	3,539	1.8
2026F	4,496	4,337	3.7
2027F	5,284	5,356	(1.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Một trong những ngân hàng dẫn đầu & tập trung vào lĩnh vực cho vay BĐS. Hiện tại TCB có chỉ số CAR, ROA, CASA thuộc nhóm cao nhất ngành.

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

Động lực tăng trưởng tiếp tục củng cố; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TCB và nâng giá mục tiêu thêm 22% lên 44.500đ nhờ dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 cao hơn, thặng dư vốn CSH từ IPO TCBS và giả định chi phí vốn CSH thấp hơn.
- Chúng tôi tăng bình quân 2,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027, tương đương tăng trưởng trung bình 20,2% trong 3 năm tới. TCB có vị thế tốt để hưởng lợi từ chu kỳ phục hồi của thị trường BĐS và sự hồi phục của thị trường TPDN. Ngoài ra, chiến lược mở rộng sang lĩnh vực bảo hiểm được kỳ vọng sẽ đa dạng hóa dần nguồn doanh thu và hỗ trợ lợi nhuận dài hạn.
- Cổ phiếu tăng 15% trong 3 tháng qua nhưng vẫn kém hơn so với chỉ số VNIndex, hiện đang giao dịch ở mức P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,54 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 14% và tương ứng P/B dự phóng năm 2026 là 1,69 lần.

Sự kiện: Phân tích triển vọng

TCB đã ghi nhận KQKD khả quan trong Q2/2025 với LNTT đạt 7.899 tỷ đồng, tăng 0,9% so với cùng kỳ và tăng 9,2% so với quý trước, vượt nhẹ dự báo của chúng tôi. Nhìn chung, kết quả phản ánh tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ và biên lãi ròng cải thiện, dù chất lượng tài sản vẫn chịu áp lực ở mức vừa phải. Triển vọng nửa cuối năm 2025 và giai đoạn 2026-2027 tích cực với tăng trưởng tín dụng và thu nhập phí mạnh hơn. Đáng chú ý, thương vụ IPO của công ty con Techcom Securities (TCBS) đã hoàn tất gần đây.

Tác động: Điều chỉnh tăng nhẹ dự báo năm 2026-2027

HSC nâng dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027 lần lượt 3,2% và 1,9% trong khi gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2025. Những điều chỉnh chính bao gồm: Nâng dự báo tăng trưởng tín dụng và thu nhập phí. Theo dự báo mới của chúng tôi (nhìn chung sát với thị trường), lợi nhuận thuần 2025-2027 sẽ tăng trưởng lần lượt 18,4%, 24,8% và 17,5%, tương ứng tăng trưởng trung bình 20,2% trong 3 năm tới.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh và vượt trội bình quân ngành trong 12 tháng, nhưng kém tích cực hơn so với chỉ số VNIndex và bình quân ngành trong 1-3 tháng qua, TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,54 lần, cao hơn khoảng 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và cao hơn khoảng 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TCB nhưng tăng 22% giá mục tiêu lên 44.500đ chủ yếu do điều chỉnh giảm 0,75 điểm phần trăm giả định phân bù rủi ro vốn CSH, tăng nhẹ dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027 và nâng ước tính giá trị sổ sách của TCB sau khi TCBS hoàn tất IPO. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 14% và P/B dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 1,95 lần và 1,69 lần.

TCB đang có vị thế tốt trong bối cảnh thị trường BĐS đang trên đà tăng trở lại và thị trường TPDN phục hồi. Ngoài ra, chiến lược mở rộng sang lĩnh vực bảo hiểm sẽ dần đa dạng hóa nguồn doanh thu và cải thiện lợi nhuận trong dài hạn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/9.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	27.7	35.5	38.9	49.9	58.8
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	40.1	47.0	54.3	66.4	77.5
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	18.0	21.5	25.5	31.8	37.4
EPS (đồng)	2,556	3,054	3,607	4,502	5,290
DPS (đồng)	-	1,500	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	18,495	20,583	22,776	26,272	30,557
P/E (lần)	15.2	12.7	10.8	8.64	7.35
Lợi suất cổ tức (%)	-	3.86	2.57	2.57	2.57
P/B (lần)	2.10	1.89	1.71	1.48	1.27
Tăng trưởng EPS (%)	(10.9)	19.5	18.1	24.8	17.5
ROAE (%)	14.8	15.6	16.6	18.4	18.6

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Động lực lợi nhuận tiếp tục củng cố; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Sau khi phân tích KQKD Q2/2025, xu hướng ngành và tác động từ đợt IPO thành công của TCBS, HSC tăng bình quân 2,6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027, tương đương tăng trưởng trung bình 20,2% trong 3 năm tới. Trong đó, chúng tôi nâng tăng trưởng tín dụng, hạ dự báo tỷ lệ NIM và phản ánh phần thặng dư vốn CSH từ thương vụ IPO TCBS vào mô hình. TCB có vị thế tốt để hưởng lợi từ chu kỳ tăng của thị trường BĐS và sự hồi phục của thị trường TPDN, trong khi chiến lược mở rộng sang lĩnh vực bảo hiểm sẽ giúp đa dạng hóa nguồn doanh thu và hỗ trợ triển vọng lợi nhuận dài hạn. Sau khi giá cổ phiếu tăng 15% trong 3 tháng qua, nhưng vẫn kém tích cực hơn so với chỉ số VNIndex và bình quân ngành, TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,54 lần, cao hơn khoảng 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và cao hơn khoản 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 14% và P/B dự phóng năm 2025 & 2026 lần lượt ở mức 1,95 lần & 1,69 lần.

IPO TCBS thành công làm tăng 4% giá trị sổ sách của cổ phiếu TCB

Kết quả IPO

Techcom Securities đã hoàn tất thương vụ IPO rất được mong đợi, đánh dấu một trong những đợt chào bán cổ phiếu lớn nhất trên thị trường vốn Việt Nam trong năm 2025. Thương vụ này đã thu hút sự quan tâm đặc biệt của NĐT, với nhu cầu vượt xa nguồn cung, củng cố niềm tin mạnh mẽ vào vị thế dẫn đầu thị trường và triển vọng tăng trưởng của TCBS. Nguồn vốn thu được từ đợt IPO sẽ giúp tăng cường năng lực vốn, tạo điều kiện mở rộng trong hoạt động môi giới, cho vay margin, tư vấn, đầu tư trái phiếu cùng các dịch vụ WealthTech. Cụ thể như sau:

- **Quy mô & giá chào bán:** 231,15 triệu cổ phiếu với giá 46.800đ/cp, huy động khoảng 10,8 nghìn tỷ đồng cho TCBS.
- **Quy mô vốn:** Vốn điều lệ của TCBS tăng từ 20,8 nghìn tỷ đồng lên 23,1 nghìn tỷ đồng sau khi hoàn tất IPO.
- **Nhu cầu:** Số lượng đăng ký mua cao hơn khoảng 2,5 lần với 575 triệu cổ phiếu được đăng ký mua.
- **Phân bổ:** Cổ phiếu được phân bổ theo tỷ lệ (40,188%), tương đương NĐT nhận được khoảng 40% lệnh đặt mua.
- **Số lượng NĐT tham gia:** Hơn 26.000 NĐT đã tham gia, trong đó 52% là NĐT cá nhân và 48% là NĐT tổ chức (dựa trên giá trị).
- **Thời điểm dự kiến niêm yết vào đầu Q4/2025.**

Chúng tôi phân tích cụ thể về TCBS và đợt IPO trong báo cáo gần đây: [TCBS: Tiên phong trong lĩnh vực WealthTech tại Việt Nam](#).

Những tác động khác tới tình hình tài chính của TCB

Sau đợt phát hành cổ phiếu mới trong đợt IPO này, tỷ lệ sở hữu của TCB tại TCBS giảm từ 88,7% xuống 79,8%. Trong BCTC riêng của Ngân hàng mẹ, giá trị sổ sách khoản đầu tư của TCB vào TCBS không đổi và không ghi nhận lãi lỗ. Trong BCTC hợp nhất, TCB tiếp tục nắm quyền kiểm soát TCBS; do đó, giao dịch này được hạch toán tăng lợi ích cổ đông thiểu số và thặng dư vốn cổ phần trong khoản mục vốn CSH, thay vì ghi nhận lãi lỗ - theo Chuẩn mực kế toán Việt Nam. Cụ thể:

- Báo cáo riêng lẻ: Khoản đầu tư vào TCBS được ghi nhận theo giá vốn: 11.242 tỷ đồng. Do TCB không bán cổ phiếu TCBS trong đợt IPO, giá trị sổ sách vẫn giữ nguyên. Do đó, Ngân hàng mẹ không ghi nhận lãi trên báo cáo KQKD riêng lẻ hoặc đánh giá lại giá trị vốn CSH trên bảng ĐKKT.
- Báo cáo hợp nhất:

- Giá trị vốn CSH trước IPO của TCBS đóng góp cho TCB: 26.664 tỷ đồng (88,7).
- Giá trị vốn CSH sau IPO của TCBS đóng góp cho TCB: 32.633 tỷ đồng (79,8%).

Theo đó, phần tăng thêm của giá trị đóng góp cho TCB đạt 5.969 tỷ đồng, tương đương 3,9% giá trị sổ sách Q2/2025. Khoản tăng này không được hạch toán vào lợi nhuận mà được ghi nhận vào thặng dư vốn cổ phần trong vốn CSH, cùng mức tăng tương ứng 4.859 tỷ đồng trong khoản mục lợi ích cổ đông thiểu số.

Nhìn lại KQKD Q2/2025: Diễn biến tích cực đúng như dự báo

TCB đã ghi nhận KQKD khả quan trong Q2/2025 với LNTT đạt 7.899 tỷ đồng, tăng 0,9% so với cùng kỳ và tăng 9,2% so với quý trước, vượt nhẹ dự báo của chúng tôi. Nhìn chung, kết quả này cho thấy tín dụng tăng trưởng tốt và biên lãi ròng cải thiện.

Tăng trưởng tín dụng tăng tốc đáng kể trong quý, đạt 11,1% kể từ đầu năm và tăng 6,7% so với quý trước, chủ yếu nhờ:

- Tín dụng BĐS: Tăng 21,6% kể từ đầu năm và tăng 5,9% so với quý trước.
- Dư nợ cho vay ký quỹ: Tăng 30,5% kể từ đầu năm và tăng 10,9% so với quý trước.
- Cho vay ngành công nghiệp chế biến & chế tạo: Tăng 11,4% kể từ đầu năm và tăng 12,5% so với quý trước.

Tỷ lệ NIM cải thiện 23 điểm cơ bản so với quý trước đạt 4,03% nhờ lợi suất gộp tăng 35 điểm cơ bản, bù đắp chi phí huy động tăng 15 điểm cơ bản. Kết quả này cho thấy tín hiệu phục hồi tích cực.

Lãi thuần HĐ dịch vụ giảm 14,4% so với cùng kỳ nhưng vẫn giữ vững xu hướng phục hồi rõ ràng với mức tăng 15% so với quý trước, chủ yếu nhờ hoạt động phát hành và phân phối TPDN khởi sắc.

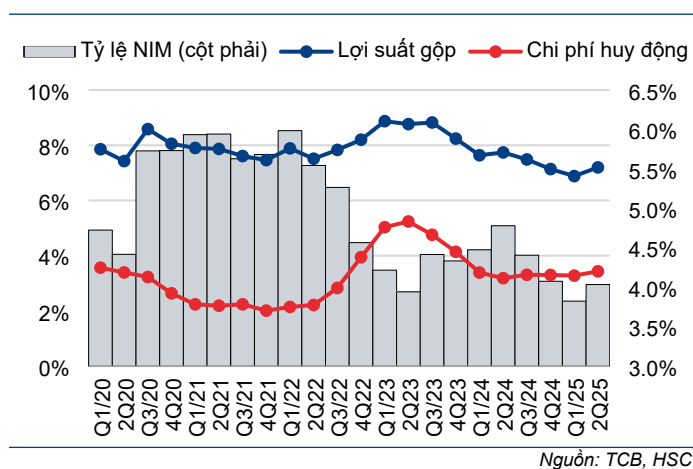
Chất lượng tài sản vẫn ổn định mặc dù tỷ lệ nợ xấu tăng 9 điểm cơ bản lên 1,26% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR giảm xuống 106,5% (từ 116%).

Triển vọng 6 tháng cuối năm 2025: Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng vững chắc sẽ tiếp diễn trong 6 tháng cuối năm 2025, nhờ tỷ lệ NIM tiếp tục cải thiện (cả lợi suất và chi phí huy động đều có xu hướng tăng), thu nhập phí cải thiện (nhờ hoạt động phát hành TPDN tăng lên và mảng bảo hiểm phi nhân thọ bắt đầu đem lại thu nhập phí).

Chúng tôi tóm tắt KQKD chính trong Bảng 1-11.

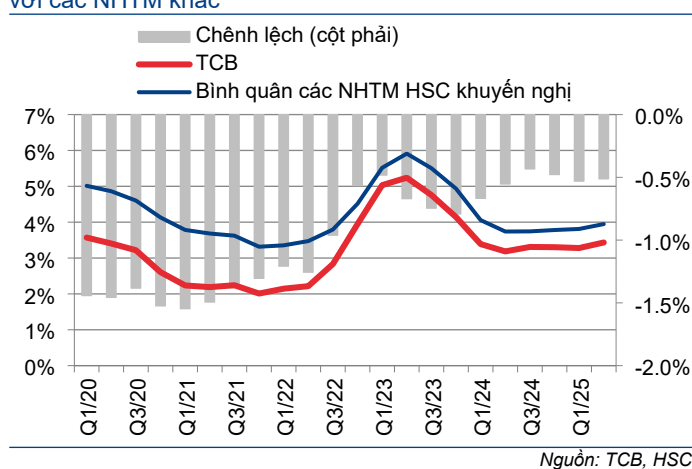
Biểu đồ 1: Tỷ lệ NIM theo quý, TCB

Tỷ lệ NIM bắt đầu tăng trong Q2/2025



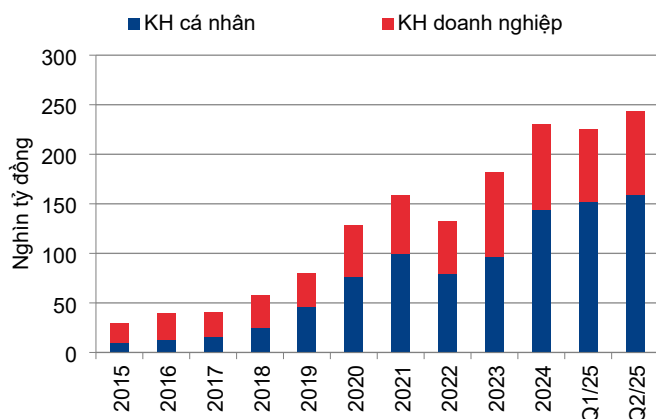
Biểu đồ 2: So sánh chi phí huy động, TCB so với các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

TCB duy trì lợi thế chi phí huy động thấp hơn 50 điểm cơ bản so với các NHTM khác



Biểu đồ 3: Số dư CASA, TCB

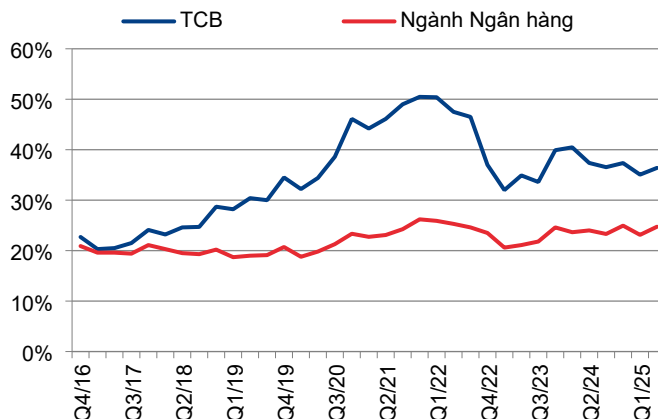
Phân khúc KH cá nhân là động lực chính thúc đẩy CASA



Nguồn: TCB

Biểu đồ 4: Tỷ lệ CASA, TCB so với ngành Ngân hàng

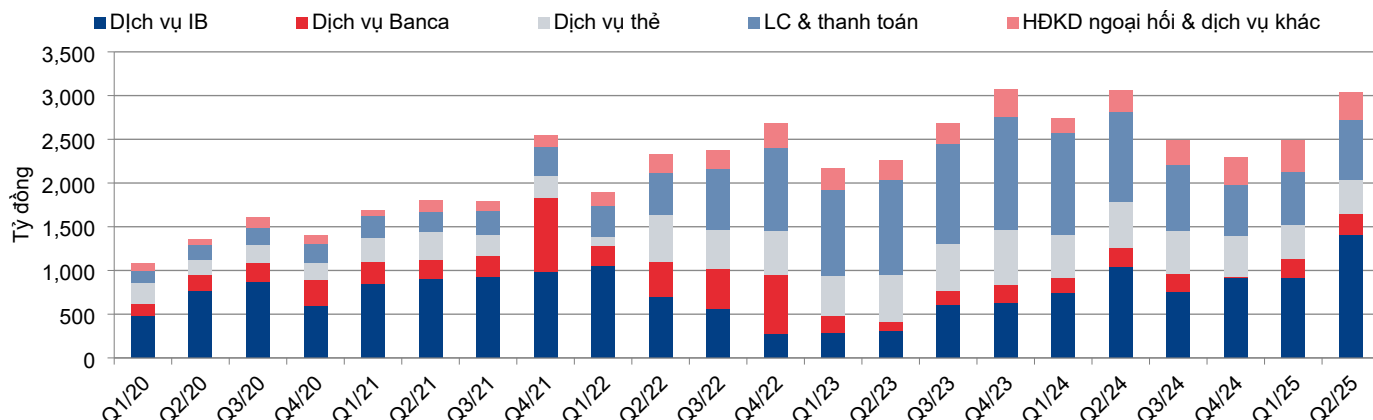
TCB vẫn duy trì tỷ lệ CASA vượt trội trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt trên thị trường



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 5: Thu nhập hoạt động dịch vụ, TCB

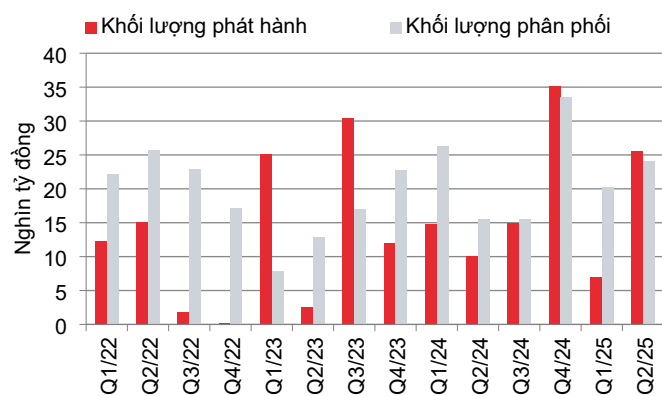
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ đã phục hồi từ mức thấp trong Q4/2024 với động lực chính đến từ hoạt động IB (mảng TPDN) và hoạt động banca



Nguồn: TCB

Biểu đồ 6: Phát hành và phân phối TPDN, TCB

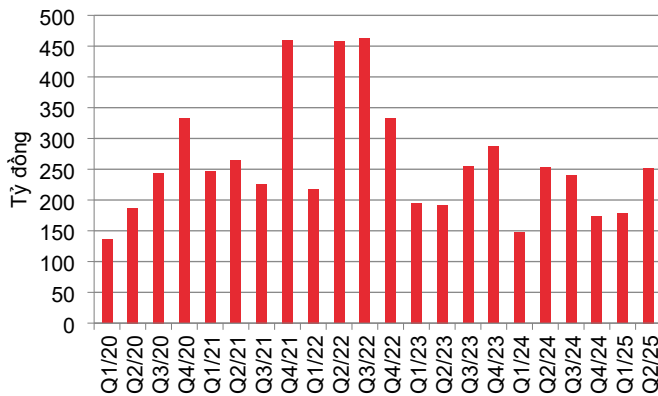
Mảng phát hành và phân phối TPDN đã cải thiện trong Q2/2025



Nguồn: TCB

Biểu đồ 7: Phí bảo hiểm theo năm (APE) bancassurance, TCB

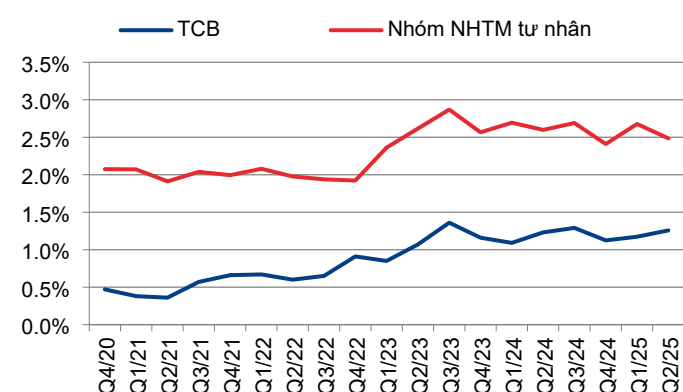
APE bancassurance tăng trong Q2/2025



Nguồn: TCB

Biểu đồ 8: Tỷ lệ nợ xấu, TCB so với các NHTM khác

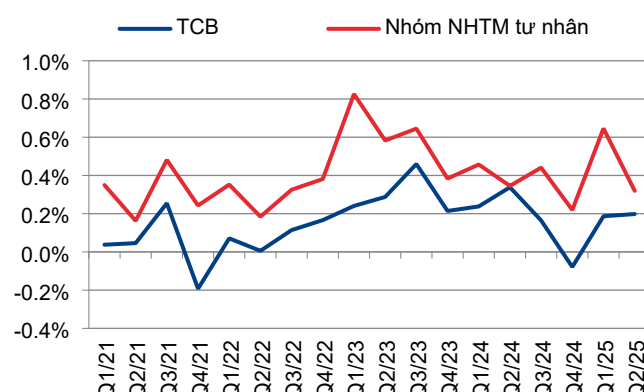
TCB duy trì tỷ lệ nợ xấu thấp hơn nhiều so với nhóm các NHTM tư nhân



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 9: Nợ xấu mới hình thành, TCB & các NHTM khác

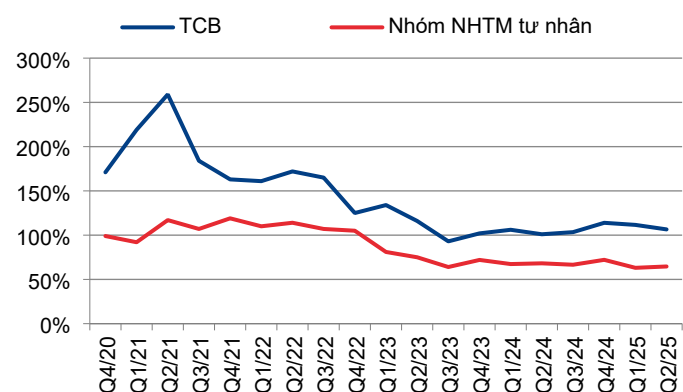
Trong 6 tháng đầu năm 2025, tỷ lệ nợ xấu mới hình thành đã tăng từ mức thấp trong Q4/2024 nhưng vẫn thấp hơn so với nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 10: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR), TCB so với các NHTM khác

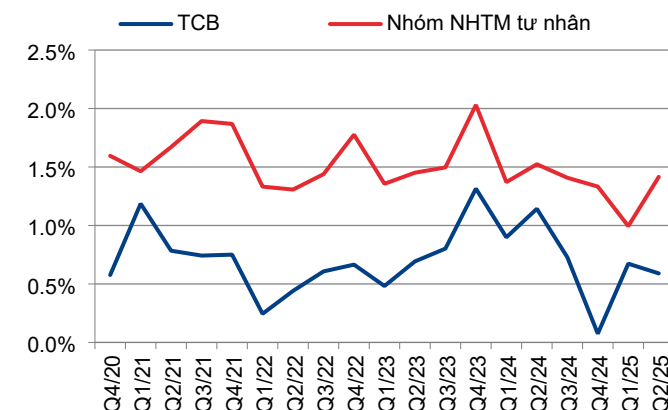
Tỷ lệ LLR của TCB cao hơn nhiều so với nhóm các NHTM



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 11: Chi phí tín dụng (theo năm), TCB so với các NHTM khác

Chi phí tín dụng duy trì ở mức thấp hơn so với nhóm các NHTM



Nguồn: TCB, HSC

Chúng tôi tăng dự báo cho năm 2026-2027 lần lượt 3,2% và 1,9% nhưng giữ nguyên dự báo cho năm 2025

Sau khi phân tích các xu hướng của ngành Ngân hàng và triển vọng của TCB, HSC tăng lần lượt 3,2% và 1,9% dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027 trong khi giữ nguyên dự báo cho năm 2025. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 18,4%, 24,8% và 17,5% cho giai đoạn 2025-2027, tương đương tăng trưởng trung bình 20,2% trong 3 năm tới.

Chúng tôi tóm tắt các giả định chính và dự báo lợi nhuận trong bảng bên dưới.

Bảng 12: Các giả định quan trọng, TCB

Những điều chỉnh chính bao gồm nâng giả định tăng trưởng tín dụng (giai đoạn 2025-2027) và hạ giả định tỷ lệ NIM (năm 2025)

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
Tăng trưởng tín dụng	21.7%	17.4%	17.4%	17.5%	20.2%	19.3%	19.4%
Tăng trưởng tiền gửi và giấy tờ có giá	24.9%	17.1%	15.0%	15.0%	17.0%	17.5%	17.0%
Tỷ lệ NIM	4.45%	4.23%	4.52%	4.66%	4.13%	4.52%	4.57%
Tỷ lệ nợ xấu	1.12%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
Chi phí tín dụng	0.71%	0.66%	0.68%	0.66%	0.66%	0.69%	0.67%
Nợ xấu mới hình thành	0.60%	0.70%	0.60%	0.60%	0.69%	0.60%	0.60%
Hệ số CIR	32.7%	31.9%	30.9%	30.2%	31.6%	30.0%	29.5%
ROA	2.4%	2.4%	2.6%	2.7%	2.4%	2.6%	2.7%
ROE	15.6%	17.0%	18.5%	19.0%	16.6%	18.4%	18.6%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Dự báo lợi nhuận, TCB

Chúng tôi nâng lần lượt 3,2% và 1,9% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần được ước tính sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 20,2%

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
Thu nhập lãi thuần	35,508	39,374	48,599	57,524	38,912	49,869	58,759
Tăng trưởng	28.2%	10.9%	23.4%	18.4%	9.6%	28.2%	17.8%
Điều chỉnh					-1.2%	2.6%	2.1%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	8,042	8,809	9,804	11,703	9,158	10,244	12,073
Tăng trưởng	-7.7%	9.5%	11.3%	19.4%	13.9%	11.9%	17.8%
Điều chỉnh					4.0%	4.5%	3.2%
Thu nhập ngoài lãi khác	3,440	5,725	6,099	6,509	6,276	6,256	6,658
Tăng trưởng	-5.9%	66.4%	6.5%	6.7%	82.4%	-0.3%	6.4%
Điều chỉnh					9.6%	2.6%	2.3%
Tổng thu nhập HĐ	46,990	53,908	64,502	75,736	54,347	66,369	77,489
Tăng trưởng	17.3%	14.7%	19.7%	17.4%	15.7%	22.1%	16.8%
Điều chỉnh					0.8%	2.9%	2.3%
Chi phí HĐ	(15,370)	(17,183)	(19,934)	(22,857)	(17,183)	(19,934)	(22,857)
Tăng trưởng	16.0%	11.8%	16.0%	14.7%	11.8%	16.0%	14.7%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	31,621	36,725	44,568	52,879	37,164	46,435	54,632
Tăng trưởng	17.9%	16.1%	21.4%	18.6%	17.5%	24.9%	17.7%
Điều chỉnh					1.2%	4.2%	3.3%
Chi phí dự phòng	(4,082)	(4,517)	(5,551)	(6,369)	(4,609)	(5,766)	(6,731)
Tăng trưởng	4.1%	10.6%	22.9%	14.7%	12.9%	25.1%	16.7%
Điều chỉnh					2.0%	3.9%	5.7%
LNTT	27,538	32,208	39,018	46,510	32,555	40,669	47,901
Tăng trưởng	20.3%	17.0%	21.1%	19.2%	18.2%	24.9%	17.8%
Điều chỉnh					1.1%	4.2%	3.0%
Lợi nhuận thuần	21,523	25,458	30,813	36,687	25,489	31,813	37,383
Tăng trưởng	19.5%	18.3%	21.0%	19.1%	18.4%	24.8%	17.5%
Điều chỉnh					0.1%	3.2%	1.9%

Nguồn: TCB, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho TCB nhưng tăng 22% giá mục tiêu lên 44.500đ chủ yếu do giảm 0,75 điểm phần trăm dự báo phần bù rủi ro vốn CSH, tăng nhẹ dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027 và phản ánh giá trị sổ sách tăng lên sau IPO của TCBS. Sau khi giá cổ phiếu tăng vượt trội trong 12 tháng qua nhưng diễn biến kém tích cực hơn trong 1-3 tháng qua, TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,54 lần, cao hơn khoảng 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và cao hơn khoảng 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 14% và P/B dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 1,95 lần và 1,69 lần.

Tăng 22% giá mục tiêu

HSC tăng 22% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thẳng dư lên 44.500đ, tương đương tiềm năng tăng giá 14% so với thị giá hiện tại, sau khi điều chỉnh dự báo và giả định định giá như sau:

- Tăng nhẹ bình quân 2,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027.
- Nâng ước tính giá trị sổ sách, bao gồm thẳng dư vốn cổ phần sau khi IPO TCBS.
- Hạ giả định chi phí vốn CSH: Chúng tôi giảm 0,75 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH xuống 9,25% (từ 10%) do hạ giả định phần bù rủi ro đặc thù xuống 0,5 điểm phần trăm từ 1,25 điểm phần trăm, phản ánh chu kỳ phục hồi của ngành BĐS và việc đa dạng hóa nguồn thu nhập trong trung và dài hạn (mở rộng sang lĩnh vực bảo hiểm).

Chi tiết về định giá theo phương pháp thu nhập thẳng dư của HSC được trình bày trong Bảng 14 và phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá chính là lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được trình bày trong Bảng 15.

Bảng 14: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thẳng dư, TCB

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	25,489	31,813	37,383	44,268	50,537	57,601	65,427	73,993	83,314	96,061	99,904
- Chi phí vốn CSH	20,882	23,114	26,662	31,009	36,286	42,309	49,194	56,991	65,781	75,648	78,674
Lợi nhuận thẳng dư	4,607	8,699	10,721	13,259	14,251	15,292	16,233	17,002	17,533	20,413	21,230
Giá trị dài hạn										208,645	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1	1.14	1.31	1.5	1.71	1.96	2.23	2.55	2.92	3.33	
Giá trị hiện tại	4,607	7,607	8,198	8,865	8,332	7,821	7,264	6,659	6,013	68,800	
Vốn CSH đầu tư	160,961	185,667									
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thẳng dư	134,165	148,163									
Giá trị của vốn CSH	295,126	333,830									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	7,065	7,067									
Giá trị của cổ phiếu (đồng)	41,774	47,238									
Giá mục tiêu giữa 2026	44,500										

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định định giá chính (đồng), TCB

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 44.500đ dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9,25%

		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
Lãi suất phi rủi ro		8.0%	9.0%	9.25%	9.5%	10.0%
	3.0%	62,700	52,600	50,400	48,400	44,600
	3.5%	58,900	49,400	47,400	45,500	42,000
	4.0%	55,300	46,400	44,500	42,700	39,400
	4.5%	51,800	43,500	41,800	40,100	37,000
	5.0%	48,600	40,800	39,100	37,600	34,700

Nguồn: HSC

Định giá theo phương pháp tổng hợp từng phần cho thấy dư địa tăng so với giá mục tiêu dựa trên phương pháp thu nhập thặng dư

Trong giai đoạn 2016-2024, TCBS đóng góp bình quân lần lượt 11,4% và 14,6% vào tổng thu nhập hoạt động và LNTT hợp nhất của TCB. Theo phương pháp thu nhập thặng dư, chúng tôi sử dụng dự báo hợp nhất, đã bao gồm đóng góp của TCBS. Tuy nhiên, chúng tôi ghi nhận rằng định giá P/E và P/B của các CTCK thường cao hơn đáng kể so với định giá của các ngân hàng.

Bảng 16: Định giá theo phương pháp tổng hợp từng phần SOTP

Giá trị hợp lý cuối năm 2025 theo mô hình SOTP cao hơn khoảng 8% so với định giá theo mô hình thu nhập thặng dư

Tỷ đồng	Giá trị sổ sách 2025	Giá trị thị trường hiện tại	P/B 2025 (lần)	P/B 2025 của nhóm doanh nghiệp tương đồng (lần)	Giá mục tiêu tính theo P/B 2025 của nhóm doanh nghiệp tương đồng
TCB	146,419	187,892	1.28	1.57	229,878
TCBS	43,433	108,169	2.49	2.59	112,509
TCB – hợp nhất	160,961	274,238	1.70		319,688

Nguồn: HSC

Dựa trên ước tính của chúng tôi về giá trị sổ sách và lợi nhuận thuần năm 2025 và áp dụng hệ số P/B mục tiêu năm 2025 cho TCB dựa trên bình quân nhóm NHTM tư nhân trong phạm vi phân tích của chúng tôi và cho TCBS dựa trên bình quân của SSI (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 39.700đ) và VCI (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 49.300đ), chúng tôi xác định giá trị vốn chủ theo phương pháp tổng hợp từng phần tại thời điểm cuối năm 2025 ở mức 319,7 nghìn tỷ đồng cho TCB (hợp nhất), cao hơn 8,3% so với giá trị hợp lý tại thời điểm cuối năm 2025 theo phương pháp thu nhập thặng dư.

Mặc dù kết quả đối chiếu theo phương pháp tổng hợp từng phần cho thấy giá trị cao hơn so với phương pháp thu nhập thặng dư khoảng 8%, chúng tôi vẫn neo giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư do phương pháp này phản ánh tốt hơn HĐKD ngân hàng hợp nhất và tránh phụ thuộc vào các hệ số định giá có tính biến động cao hơn của các CTCK. Do đó, chúng tôi duy trì giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư là 44.500đ (Tăng tỷ trọng), và coi kết quả định giá theo phương pháp tổng hợp từng phần là yếu tố bổ trợ tích cực.

Bối cảnh định giá

Tuy có hiệu suất vượt trội so với ngành trong 12 tháng vừa qua, giá cổ phiếu TCB đã tụt lại trong 1-3 tháng gần đây và đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,54 lần, cao hơn khoảng 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và cao hơn khoảng 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân (giảm từ mức đỉnh gần đây là khoảng 30% do cổ phiếu các NHTM khác bất kịp). Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 14% và P/B dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 1,95 lần và 1,69 lần.

Biểu đồ 17: P/B trượt dự phóng 1 năm, TCB

TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,54 lần...



Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

Biểu đồ 18: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TCB

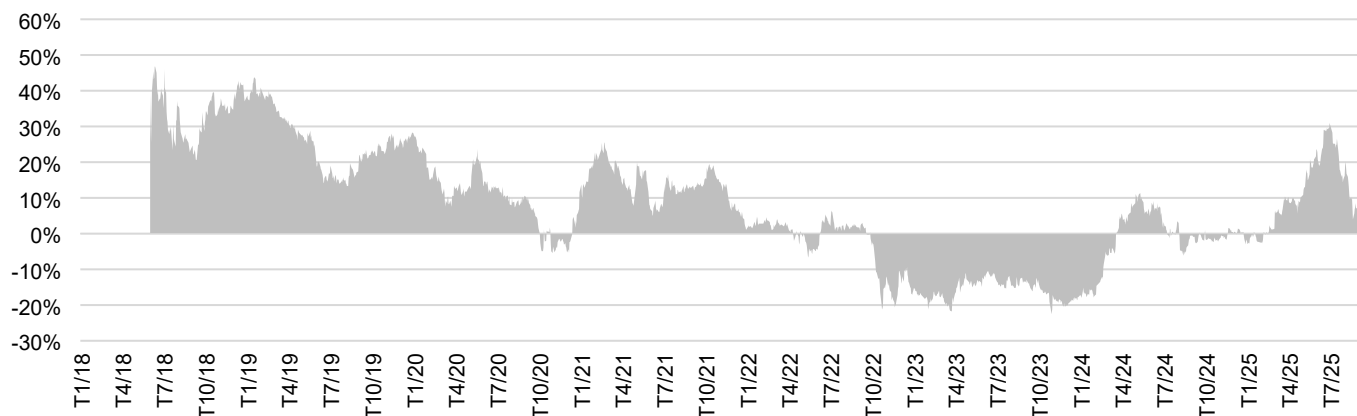
...cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

Biểu đồ 19: So sánh định giá P/B trượt dự phóng 1 năm, TCB so với các NHTM tư nhân

TCB đang giao dịch với định giá cao hơn 10% so với nhóm NHTM tư nhân, giảm từ mức đỉnh gần đây là 30% do một số ngân hàng đã thu hẹp khoảng cách định giá



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi	56.7	60.1	68.2	85.0	99.1
Chi phí lãi	(29.0)	(24.6)	(29.2)	(35.2)	(40.3)
Thu nhập lãi thuần	27.7	35.5	38.9	49.9	58.8
Lãi thuần HĐ dịch vụ	8.71	8.04	9.16	10.2	12.1
Lãi thuần HĐ KDNH	0.20	0.59	1.30	1.00	1.00
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.99	2.44	2.65	2.62	2.71
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.03	0.06	0.07	0.07	0.08
Thu nhập khác	2.43	0.34	2.26	2.56	2.87
Tổng thu nhập HĐ	40.1	47.0	54.3	66.4	77.5
Chi phí HĐ	(13.3)	(15.4)	(17.2)	(19.9)	(22.9)
LN trước dự phòng	26.8	31.6	37.2	46.4	54.6
Chi phí dự phòng	(3.92)	(4.08)	(4.61)	(5.77)	(6.73)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	22.9	27.5	32.6	40.7	47.9
Chi phí thuế TNDN	(4.70)	(5.78)	(6.51)	(8.13)	(9.58)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.19)	(0.24)	(0.55)	(0.72)	(0.94)
Lợi nhuận thuần	18.0	21.5	25.5	31.8	37.4
EPS (đồng)	2,556	3,054	3,607	4,502	5,290
DPS (đồng)	-	1,500	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	7,045	7,047	7,067	7,067	7,067
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	7,045	7,065	7,067	7,067	7,067
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	7,045	7,065	7,067	7,067	7,067

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	3.62	3.38	7.66	8.81	8.13
Tiền gửi tại NHNN	27.1	54.4	47.4	41.2	47.8
Tiền gửi tại các TCTD khác	104	84.6	88.8	93.3	97.9
Chứng khoán kinh doanh	4.43	9.00	1.09	1.15	1.20
Các công cụ tài chính phái sinh	0.14	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	513	624	755	906	1,087
Tổng dư nợ cho vay	519	632	765	917	1,101
Dự phòng rủi ro	(6.13)	(8.09)	(9.54)	(11.6)	(14.0)
Chứng khoán đầu tư	105	149	162	177	181
CK đầu tư sẵn sàng để bán	105	142	155	171	175
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0	6.90	6.90	6.90	6.90
Dự phòng rủi ro	(0.36)	(0.48)	(0.48)	(0.48)	(0.48)
Đầu tư dài hạn	3.05	3.10	3.10	3.10	3.10
Tài sản cố định	8.89	12.5	13.7	15.1	16.6
Tài sản khác	80.5	39.5	43.5	47.8	52.6
Tổng tài sản	849	979	1,122	1,293	1,495
Nợ phải trả	718	831	951	1,097	1,268
Tiền gửi của NHNN	0.00	0.01	0	0	0
Tiền gửi của các TCTD khác	153	132	138	144	156
Tổng tiền gửi KH	455	533	592	687	797
Trái phiếu và CCTG	84.7	140	197	240	288
Nợ khác	25.3	23.9	25.1	26.3	27.6
Vốn chủ sở hữu	130	145	161	186	216
Vốn điều lệ	35.2	70.6	70.7	70.7	70.7
Thặng dư vốn cổ phần	0.48	(0.00)	5.97	5.97	5.97
Lợi nhuận giữ lại	49.0	42.2	55.6	75.4	99.8
Quỹ & vốn khác của CSH	45.6	32.6	28.7	33.7	39.5
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.32	2.52	9.62	10.3	11.3
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	849	979	1,122	1,293	1,495
BVPS (đồng)	18,495	20,583	22,776	26,272	30,557

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	21.5	15.2	14.6	15.3	15.6
Tăng trưởng cho vay KH (%)	23.3	21.8	21.0	20.0	20.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	26.9	17.3	11.0	16.0	16.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	37.4	24.9	17.0	17.5	17.0
Tăng trưởng VCSH (%)	16.0	11.6	10.7	15.3	16.3
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	(8.58)	28.2	9.59	28.2	17.8
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	1.76	16.0	11.8	16.0	14.7
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(2.53)	17.9	17.5	24.9	17.7
Tăng trưởng LNTT (%)	(10.5)	20.3	18.2	24.9	17.8
Tăng trưởng LN thuần (%)	(10.7)	19.5	18.4	24.8	17.5

Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.17	5.14	5.17	5.50	5.56
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.71)	(1.68)	(1.64)	(1.65)	(1.64)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	86.5	87.4	89.6	91.4	92.2
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	3.45	3.97	4.50	5.38	6.16
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	59.6	71.3	84.4	105	124

Chỉ số định giá					
P/E (lần)	15.2	12.7	10.8	8.64	7.35
P/B (lần)	2.10	1.89	1.71	1.48	1.27
Lợi suất cổ tức (%)	-	3.86	2.57	2.57	2.57

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	44.9	45.8	46.9	47.9	48.2
ROAA (%)	2.33	2.35	2.43	2.63	2.68
ROAE (%)	14.8	15.6	16.6	18.4	18.6
Chi phí huy động BQ (%)	4.63	3.28	3.38	3.52	3.49
Lợi suất góp BQ (%)	8.47	7.52	7.24	7.71	7.71
Lợi suất thuần (%)	3.84	4.24	3.87	4.19	4.22
Tỷ lệ NIM (%)	4.14	4.45	4.13	4.52	4.57
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	21.8	17.1	16.9	15.4	15.6
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	69.1	75.6	71.6	75.1	75.8
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	9.12	7.32	11.5	9.43	8.59
Tỷ lệ CIR (%)	33.1	32.7	31.6	30.0	29.5
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	49.1	27.7	22.2	18.9

Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	14.3	15.3	14.2	14.2	13.5
VCSH/Tổng TS (%)	15.3	14.9	14.3	14.4	14.4
Đòn bẩy vốn (lần)	6.52	6.73	6.97	6.97	6.92

Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.16	1.12	1.20	1.20	1.20
Hệ số LLR (%)	102	114	104	106	106

Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	114	118	129	134	138
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	22.1	16.4	14.8	13.5	12.6
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	61.1	64.6	68.2	70.9	73.6

Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	302	302	302	302	302
Số lượng nhân viên	11,614	11,848	12,085	12,327	12,573

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn