

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

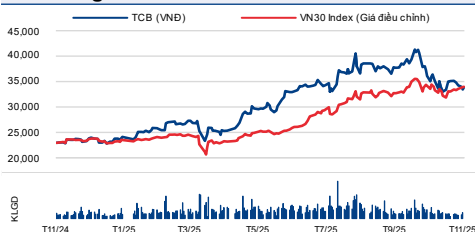
Giá mục tiêu: VNĐ46,000 (từ VNĐ44,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 35.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/11/2025)	33,850
Mã Bloomberg	TCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	22,796-41,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	33,750
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	239,145
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	9,067
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)	2.90
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	(6.23)	(11.7)	47.5
So với chỉ số	(5.21)	(15.1)	(0.35)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,551	3,581	(0.8)
2026F	4,383	4,329	1.3
2027F	5,478	5,281	3.7

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 Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
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

Nâng khuyến nghị lên Mua vào nhờ triển vọng tích cực & định giá hấp dẫn

- HSC nâng khuyến nghị cho TCB lên Mua vào và tăng 3% giá mục tiêu lên 46.000đ do tác động tiêu cực từ việc giảm nhẹ dự báo lợi nhuận yếu hơn tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026.
- Chúng tôi giảm bình quân 2% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 do thận trọng hơn đối với triển vọng tỷ lệ NIM, được bù đắp một phần nhờ nâng dự báo tăng trưởng tín dụng, nhưng tăng 3,7% dự báo năm 2027. Theo đó, lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 dự báo tăng trưởng lần lượt 16,8%, 23,4% và 25%.
- Sau khi tăng mạnh cho đến tháng 10/2025, giá cổ phiếu đã điều chỉnh mạnh trong 1 tháng qua, TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần, định giá hấp dẫn nhờ triển vọng lợi nhuận vững chắc và tiềm năng tăng giá hấp dẫn.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2025-2027

TCB đã ghi nhận KQKD tốt trong 3/2025 với LNTT đạt 8,25 nghìn tỷ đồng (tăng 14,4% so với cùng kỳ), thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi do tỷ lệ NIM phục hồi chậm hơn kỳ vọng và chi phí dự phòng vượt dự báo. Bên cạnh đó, các điểm nhấn tích cực chính bao gồm: Kế hoạch dần đa dạng hóa danh mục cho vay sang lĩnh vực cơ sở hạ tầng và tiêu dùng nhanh (FMCG) của BLĐ, trong khi giảm tỷ trọng cho vay BĐS, cũng như đẩy mạnh tăng trưởng mảng bảo hiểm trong giai đoạn đầu. Việc này sẽ góp phần giúp cơ cấu lợi nhuận cân bằng và bền vững hơn trong giai đoạn 2025-2027.

Tác động: Điều chỉnh nhẹ dự báo lợi nhuận; lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 21,7% trong 3 năm tới

HSC giảm bình quân 1,9% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 dựa trên quan điểm thận trọng hơn về triển vọng NIM, một phần được bù đắp bởi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cao hơn. Đối với năm 2027, chúng tôi tăng 3,7% dự báo lợi nhuận trong năm này chủ yếu nhờ nâng dự báo thu nhập phí từ các công ty con, bao gồm mảng quản lý tài sản & bảo hiểm (cả nhân thọ và phi nhân thọ). Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 16,8%, 23,4% và 25% trong giai đoạn 2025-2027.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị cho TCB lên Mua vào và tăng 3,4% giá mục tiêu lên 46.000đ do tác động từ việc điều chỉnh nhẹ và trái chiều dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 3 tháng qua, TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,31 lần, cao hơn khoảng 0,5 lần so với bình quân quá khứ và tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá 36% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,75 lần.

Chúng tôi tin rằng TCB đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường BĐS và thị trường TPDN, trong khi kế hoạch đa dạng hóa và mở rộng sang lĩnh vực bảo hiểm sẽ tiếp tục đa dạng hóa nguồn thu nhập và củng cố khả năng sinh lời trong dài hạn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 28/11.

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	37.6	47.6	58.6
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	40.1	47.0	53.3	64.0	77.7
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	18.0	21.5	25.1	31.0	38.8
EPS (đồng)	2,556	3,054	3,557	4,389	5,484
DPS (đồng)	-	1,500	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	18,495	20,583	22,727	26,110	30,588
P/E (lần)	13.2	11.1	9.52	7.71	6.17
Lợi suất cổ tức (%)	-	4.43	2.95	2.95	2.95
P/B (lần)	1.83	1.64	1.49	1.30	1.11
Tăng trưởng EPS (%)	(10.9)	19.5	16.4	23.4	25.0
ROAE (%)	14.8	15.6	16.4	18.0	19.3

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

Đà tăng lợi nhuận vững chắc; đa dạng hóa trong thời gian tới

Sau khi phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2025, kế hoạch của BLĐ và xu hướng ngành, chúng tôi giảm bình quân 1,9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025–2026 dựa trên triển vọng tỷ lệ NIM thận trọng hơn, được bù đắp một phần nhờ kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cao hơn. Ngược lại, chúng tôi tăng 3,7% dự báo cho năm 2027 trên cơ sở thu nhập phí vượt kỳ vọng và hiệu quả hoạt động cải thiện. Sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh 12% trong 3 tháng qua, TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm 1,31 lần, cao hơn khoảng 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 36% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,75 lần. Chúng tôi tin rằng TCB đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường BĐS và thị trường TPDN, trong khi kế hoạch đa dạng hóa và mở rộng sang lĩnh vực bảo hiểm sẽ tiếp tục đa dạng hóa nguồn thu nhập và củng cố khả năng sinh lời trong dài hạn.

Triển vọng năm 2026-2027

TCB nhiều khả năng sẽ được hưởng lợi trong trường hợp gỡ bỏ hạn mức tăng trưởng tín dụng

Việt Nam vẫn giữ vững định hướng chính sách ưu tiên tăng trưởng, trong đó tín dụng ngân hàng vẫn đóng vai trò là đòn bẩy quan trọng hỗ trợ tăng trưởng GDP thông qua đầu tư & tiêu dùng. Việc Thủ tướng Chính phủ đã nhiều lần kêu gọi NHNN gỡ bỏ hạn mức tăng trưởng tín dụng cho thấy khả năng sẽ chuyển dịch sang một cơ chế mang tính thị trường hơn. Khi đó, tăng trưởng tín dụng của mỗi ngân hàng được thúc đẩy nhờ năng lực vốn, khả năng quản trị rủi ro và chất lượng tài sản thay vì được phân bổ từ trên xuống như hiện tại.

Tuy nhiên hiện vẫn chưa có thông tin chắc chắn về nội dung của cơ chế mới và thời điểm áp dụng. NHNN có thể sẽ áp dụng thay đổi theo lộ trình, khả năng sẽ thay thế hạn mức tăng trưởng cứng bằng các chỉ số an toàn hoạt động chặt chẽ hơn hoặc tăng cường sự giám sát của cơ quan quản lý.

Trong bối cảnh này, TCB, với hệ số CAR cao và cơ sở khách hàng doanh nghiệp vững chắc, đang có vị thế tốt để phân bổ thêm tín dụng vào các phân khúc hấp dẫn sau khi cân nhắc cho rủi ro mà không vượt các giới hạn tỷ lệ an toàn hoạt động. BLĐ đã chỉ ra rằng, nếu cơ chế hạn mức được gỡ bỏ, TCB có thể tăng trưởng tín dụng ở mức khoảng 25%/năm, so với bình quân 20-21% trong 5 năm qua. Chúng tôi chưa phản ánh hoàn toàn giả định này vào mô hình dự báo, nhưng điều này phản ánh rằng các NHTN có nền vốn tốt, như TCB, có thể nhận được lợi ích lớn hơn.

Kế hoạch đa dạng hóa danh mục cho vay và cơ cấu lợi nhuận

- Cơ cấu danh mục cho vay: TCB đặt mục tiêu nâng tỷ trọng cho vay bán lẻ lên 50–55% tổng dư nợ (từ 42,5% hiện tại), từ đó giúp giảm rủi ro tập trung và nâng cao sự ổn định của danh mục.
- Đa dạng hóa lĩnh vực trong cơ cấu tín dụng khách hàng doanh nghiệp: BLĐ đặt mục tiêu giảm dần tỷ trọng tín dụng ngành BĐS xuống khoảng 25% tổng dư nợ vào năm 2030 (từ 33,4% hiện tại), đồng thời mở rộng sang các lĩnh vực cơ sở hạ tầng, tiêu dùng nhanh (FMCG) và liên quan đến tiêu dùng. Điều này phản ánh quan điểm của BLĐ rằng BĐS vị trí đặc địa tại các thành phố lớn (Hà Nội, TP.HCM), vốn là trọng tâm của TCB, có tiềm năng tăng trưởng hạn chế hơn trong những năm tới, trong khi những lĩnh vực khác sẽ đem lại cơ hội hấp dẫn & bền vững hơn.
- Đa dạng hóa sản phẩm cho vay bán lẻ: Trong danh mục bán lẻ, cho vay ký quỹ (tăng 61% so với đầu năm và tăng 23% so với quý trước) và cho vay tín chấp (tăng 180% so với đầu năm và tăng 37% so với quý trước) là động lực tăng trưởng trong 5 quý vừa qua trong khi cho vay mua nhà đang cải thiện nhưng ở mức vừa phải (tăng 14% so với đầu năm). Xu hướng này phù hợp với kế hoạch đa dạng hóa của TCB và khả năng sẽ được tiếp tục.

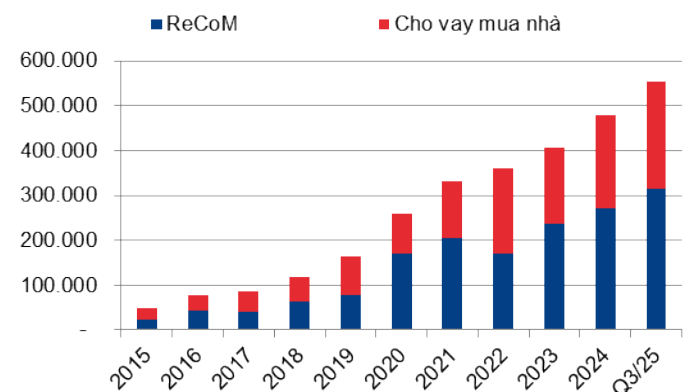
Ngoài mảng tín dụng, TCB cũng đang từng bước triển khai nền tảng bảo hiểm. BLĐ kỳ vọng mảng kinh doanh này, hiện đã được triển khai, sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong

2-3 năm tới, giúp tiếp tục đa dạng hóa cơ cấu thu nhập của Ngân hàng thông qua thu nhập phí và giảm sự phụ thuộc vào chênh lệch lãi suất trong hoạt động cho vay truyền thống.

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá tích cực về chiến lược đa dạng hóa của TCB. Tỷ trọng cho vay BĐS giảm xuống ở phân khúc khách hàng doanh nghiệp có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ NIM nhưng sẽ được bù đắp nhờ đóng góp tăng lên từ phân khúc bán lẻ, đặc biệt là từ các sản phẩm có lợi suất cao hơn như cho vay ký quỹ và cho vay tín chấp. Tuy nhiên, chất lượng tín dụng trong mảng cho vay tín chấp sẽ cần được kiểm soát chặt chẽ nhằm duy trì tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai.

Biểu đồ 1: Tỷ trọng cho vay liên quan đến BĐS (tỷ đồng), TCB

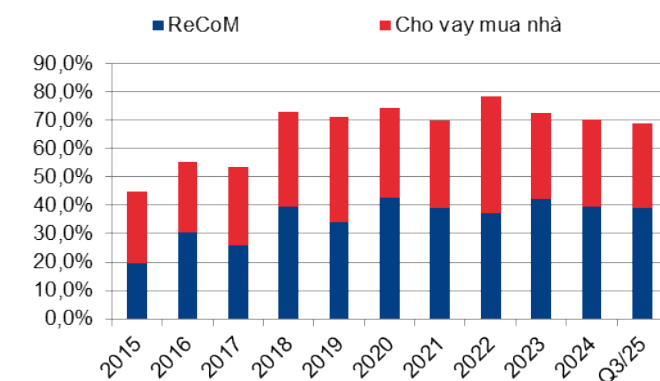
Cho vay liên quan đến BĐS đã tăng 11 lần trong 10 năm qua, với tốc độ tăng trưởng kép ~28%



Ghi chú: Tỷ trọng cho vay ReCoM bao gồm cho vay BĐS, xây dựng & vật liệu
Nguồn: TCB

Biểu đồ 2: Tỷ trọng cho vay liên quan đến BĐS (% tổng tín dụng), TCB

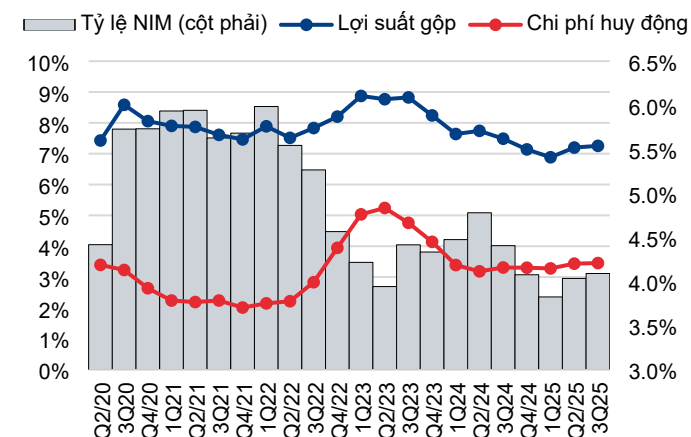
Tỷ trọng cho vay liên quan đến BĐS đã giảm dần so với mức đỉnh năm 2022



Ghi chú: Tỷ trọng cho vay ReCoM bao gồm cho vay BĐS, xây dựng & vật liệu
Nguồn: TCB

Biểu đồ 3: Tỷ lệ NIM theo quý, TCB

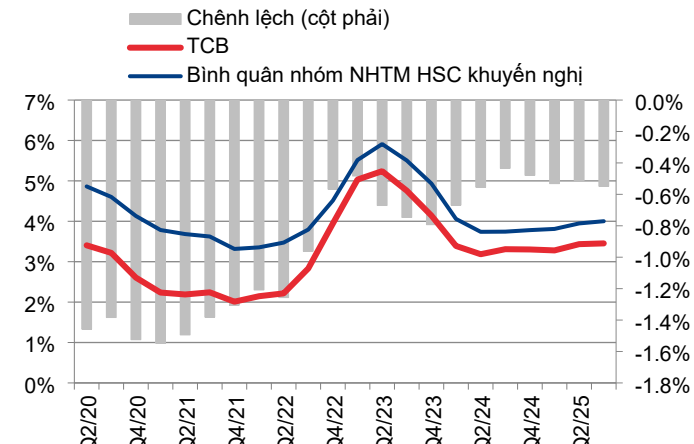
Tỷ lệ NIM bắt đầu tăng lên trong Q2/2025



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 4: So sánh chi phí huy động, TCB & các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

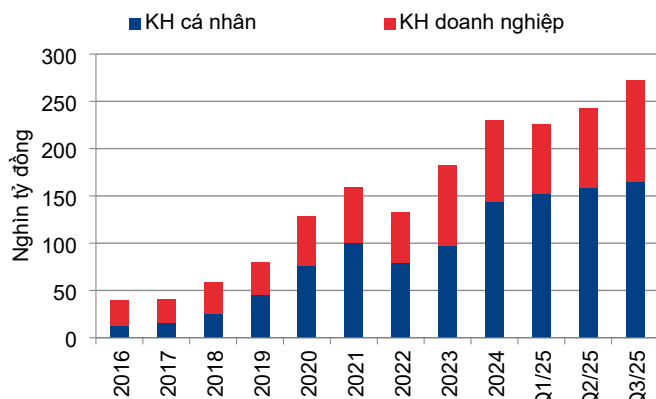
TCB duy trì lợi thế chi phí huy động thấp hơn 50 điểm cơ bản so với các NHTM khác



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 5: Số dư CASA, TCB

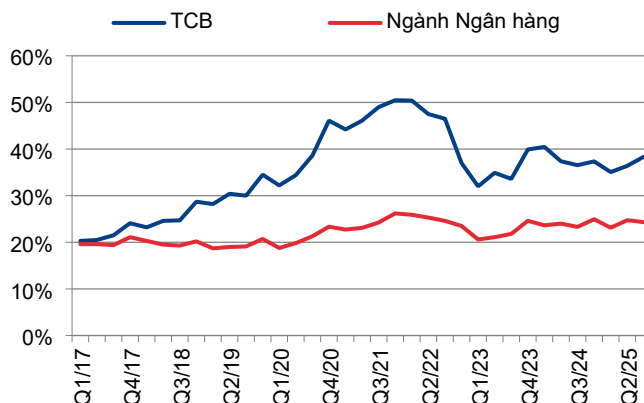
CASA của nhóm KH doanh nghiệp tăng mạnh trong Q3/2025



Nguồn: TCB

Biểu đồ 6: Tỷ lệ CASA, TCB & ngành Ngân hàng

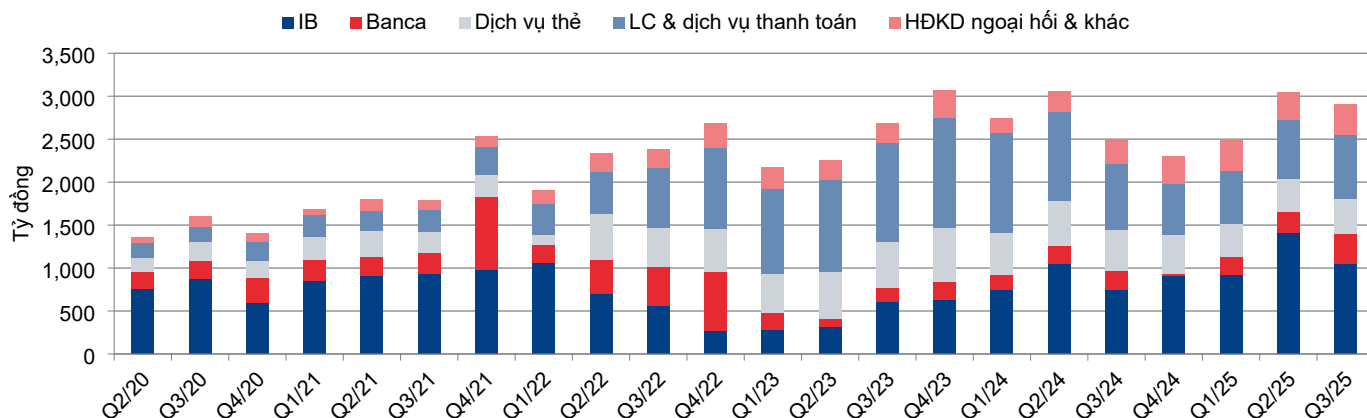
TCB vẫn duy trì tỷ lệ CASA vượt trội trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt trên thị trường



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 7: Thu nhập phí, TCB

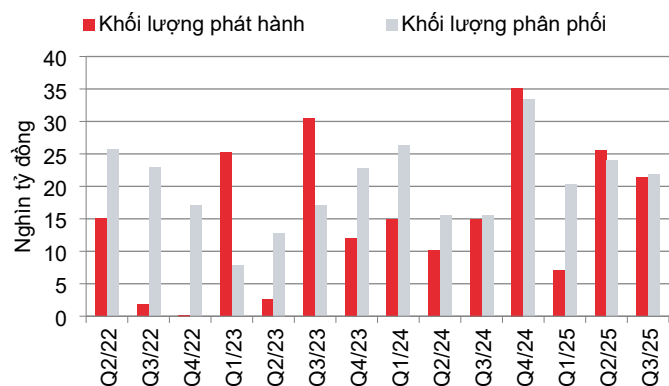
Thu nhập phí đã phục hồi từ mức thấp trong Q4/2024 nhờ được hỗ trợ bởi hoạt động IB (kinh doanh TPDN) và bancassurance. Phí IB trong Q3 đã giảm nhẹ so với quý trước sau khi đạt đỉnh trong Q2/2025



Nguồn: TCB

Biểu đồ 8: Phát hành & phân phối TPDN, TCB

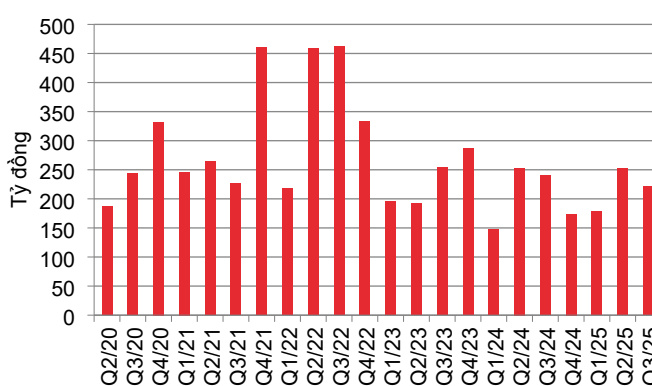
Phát hành & phân phối TPDN tăng mạnh so với cùng kỳ nhưng giảm nhẹ so với quý trước



Nguồn: TCB

Biểu đồ 9: Doanh số bancassurance, TCB

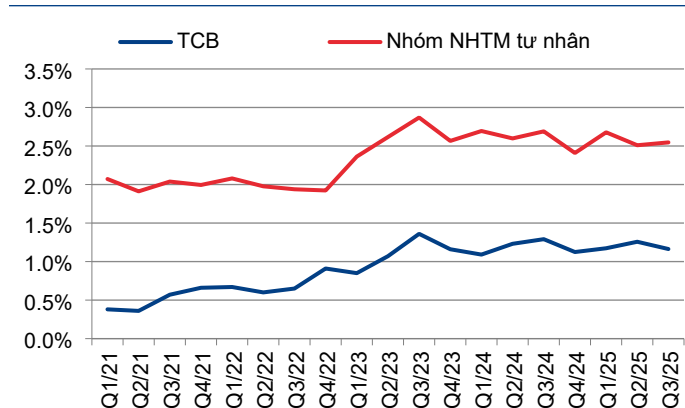
Doanh số bancassurance tăng trong Q2/2025 nhưng suy giảm trong Q3



Nguồn: TCB

Biểu đồ 10: Tỷ lệ nợ xấu, TCB & các NHTM khác

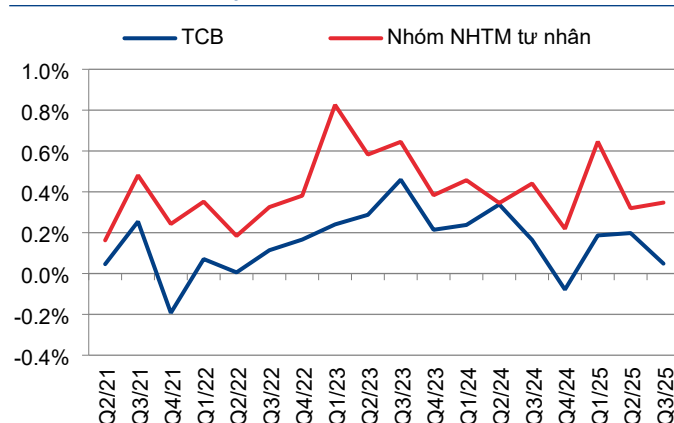
TCB duy trì tỷ lệ nợ xấu thấp hơn nhiều so với nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 11: Nợ xấu mới hình thành, TCB & các NHTM khác

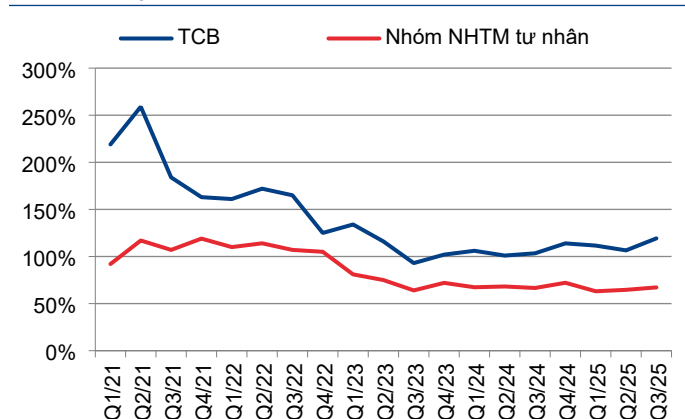
Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành trong 6 tháng đầu năm 2025 tăng so với mức thấp trong Q4/2024 nhưng vẫn duy trì ở mức thấp hơn so với nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 12: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu, TCB & các NHTM khác

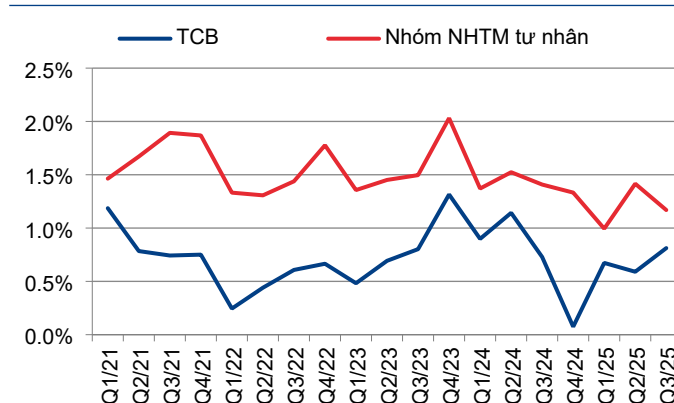
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của các TCB cao hơn nhiều so với các NHTM tư nhân khác



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 13: Chi phí tín dụng (quy năm), TCB & các NHTM khác

Chi phí tín dụng liên tục duy trì ở mức thấp hơn so với các NHTM khác



Nguồn: TCB, HSC

Giảm 1,9% dự báo năm 2025-2026; tăng 3,7% dự báo năm 2027

Sau khi phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2025, kế hoạch của BLĐ và xu hướng ngành, HSC giảm bình quân 1,9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 sau khi hạ dự báo tỷ lệ NIM, được bù đắp một phần nhờ kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cao hơn. Ngược lại, chúng tôi tăng 3,7% dự báo cho năm 2027 trên cơ sở thu nhập phí vượt kỳ vọng và hiệu quả hoạt động cải thiện.

Dựa trên những giả định mới, HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 16,8%, 23,4% và 25% trong giai đoạn 2025-2027, tương đương tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 21,7%.

Chúng tôi tóm tắt giả định và dự báo lợi nhuận như bên dưới.

Bảng 14: Các giả định chính, TCB

Những điều chỉnh chính bao gồm: nâng giả định tăng trưởng tín dụng (năm 2026-27), giảm giả định tỷ lệ NIM & hạ giả định hệ số CIR

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
Tăng trưởng tín dụng (%)	21.7%	20.2%	19.3%	19.4%	20.2%	23.5%	23.5%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá (%)	24.9%	17.0%	17.5%	17.0%	15.8%	21.3%	19.8%
Tỷ lệ NIM (%)	4.45%	4.13%	4.52%	4.57%	4.00%	4.25%	4.39%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.12%	1.20%	1.20%	1.20%	1.10%	1.20%	1.20%
Chi phí tín dụng (%)	0.71%	0.66%	0.69%	0.67%	0.65%	0.66%	0.67%
Nợ xấu mới hình thành (%)	0.60%	0.69%	0.60%	0.60%	0.47%	0.71%	0.62%
Hệ số CIR (%)	32.7%	31.6%	30.0%	29.5%	31.2%	29.2%	27.0%
Hệ số ROA	2.4%	2.4%	2.6%	2.7%	2.4%	2.5%	2.7%
Hệ số ROE	15.6%	16.6%	18.4%	18.6%	16.4%	18.0%	19.3%

Nguồn: HSC

Bảng 15: Dự báo lợi nhuận, TCB

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 16,8%/23,4%/25% trong giai đoạn 2025-2027, và đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 21,7%

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
Thu nhập lãi thuần	35,508	38,912	49,869	58,759	37,610	47,593	58,573
Tăng trưởng	28.2%	9.6%	28.2%	17.8%	5.9%	26.5%	23.1%
Điều chỉnh					-3.3%	-4.6%	-0.3%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	8,042	9,158	10,244	12,073	8,813	9,960	12,299
Tăng trưởng	-7.7%	13.9%	11.9%	17.8%	9.6%	13.0%	23.5%
Điều chỉnh					-3.8%	-2.8%	1.9%
Thu nhập ngoài lãi khác	3,440	6,276	6,256	6,658	6,846	6,424	6,785
Tăng trưởng	-5.9%	82.4%	-0.3%	6.4%	99.0%	-6.2%	5.6%
Điều chỉnh					9.1%	2.7%	1.9%
Tổng thu nhập HĐ	46,990	54,347	66,369	77,489	53,270	63,976	77,657
Tăng trưởng	17.3%	15.7%	22.1%	16.8%	13.4%	20.1%	21.4%
Điều chỉnh					-2.0%	-3.6%	0.2%
Chi phí HĐ	(15,370)	(17,183)	(19,934)	(22,857)	(16,624)	(18,689)	(20,976)
Tăng trưởng	16.0%	11.8%	16.0%	14.7%	8.2%	12.4%	12.2%
Điều chỉnh					-3.3%	-6.2%	-8.2%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	31,621	37,164	46,435	54,632	36,646	45,287	56,681
Tăng trưởng	17.9%	17.5%	24.9%	17.7%	15.9%	23.6%	25.2%
Điều chỉnh					-1.4%	-2.5%	3.7%
Chi phí dự phòng	(4,082)	(4,609)	(5,766)	(6,731)	(4,532)	(5,615)	(7,063)
Tăng trưởng	4.1%	12.9%	25.1%	16.7%	11.0%	23.9%	25.8%
Điều chỉnh					-1.7%	-2.6%	4.9%
LNTT	27,538	32,555	40,669	47,901	32,114	39,672	49,617
Tăng trưởng	20.3%	18.2%	24.9%	17.8%	16.6%	23.5%	25.1%
Điều chỉnh					-1.4%	-2.4%	3.6%
Lợi nhuận thuần	21,523	25,489	31,813	37,383	25,136	31,016	38,756
Tăng trưởng	19.5%	18.4%	24.8%	17.5%	16.8%	23.4%	25.0%
Điều chỉnh					-1.4%	-2.5%	3.7%

Nguồn: TCB, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị cho TCB lên Mua vào và tăng 3,4% giá mục tiêu lên 46.000đ sau khi điều chỉnh nhẹ và trái chiều dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026. Sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh mạnh 12% trong 3 tháng vừa qua, TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần, cao hơn khoảng 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và nhìn chung tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 36%, P/B dự phóng năm 2026 ở mức 1,75 lần với hệ số ROE đạt 18%, và P/E dự phóng là 7,7 lần với EPS tăng trưởng 23,4%.

HSC tăng 3,4% giá mục tiêu

HSC tăng 3,4% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 46.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 36%. Những điều chỉnh dự báo và giả định định giá của chúng tôi như sau:

- Điều chỉnh nhẹ dự báo lợi nhuận: Giảm bình quân 1,9% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 nhưng tăng 3,7% dự báo cho năm 2027
- Chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026

Chi tiết về định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư của HSC được trình bày trong Bảng 16 dưới đây. Trong khi đó, 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 17.

Bảng 16: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, TCB

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	25,136	31,016	38,756	44,314	50,589	57,660	65,494	74,070	83,400	96,161	100,007
- Chi phí vốn CSH	20,882	23,063	26,497	31,041	36,323	42,500	49,589	57,650	66,775	77,061	80,143
Thu nhập thặng dư	4,254	7,953	12,259	13,273	14,266	15,160	15,905	16,420	16,625	19,100	19,864
Giá trị dài hạn										190,546	
Giá trị vốn CSH tích lũy	1.00	1.14	1.31	1.50	1.71	1.96	2.24	2.56	2.93	3.35	
Giá trị hiện tại	4,254	6,954	9,374	8,874	8,341	7,750	7,108	6,414	5,677	62,558	
Vốn CSH đầu tư	160,608	184,517									
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	127,303	140,720									
Giá trị của vốn CSH	287,911	325,237									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	7,065	7,067									
Giá trị của cổ phiếu (đồng)	40,753	46,000									

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định định giá chính (đồng), TCB

HSC đưa ra giá mục tiêu 46.000đ dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9,25%

Lãi suất phi rủi ro		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		8.0%	9.0%	9.25%	9.5%	10.0%
	3.0%	64,400	54,100	52,000	49,900	46,100
	3.5%	60,600	51,000	48,900	47,000	43,400
	4.0%	56,900	47,900	46,000	44,200	40,900
	4.5%	53,500	45,100	43,300	41,600	38,400
	5.0%	50,200	42,300	40,600	39,000	36,100

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Mặc dù KQKD khả quan, giá cổ phiếu TCB vẫn kém tích cực hơn bình quân nhóm NHTM tư nhân trong 3 tháng qua (điều chỉnh 12% so với điều chỉnh bình quân 11,2%) nhưng vẫn vượt trội kể từ đầu năm (tăng 37,3% so với tăng bình quân 31,8%). TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,31 lần, cao hơn khoảng 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và chỉ cao hơn 1,5% so với bình quân nhóm NHTM

tư nhân (giảm từ mức thặng dư khoảng 30% do định giá của các NHTM theo kịp). Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 36% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,75 lần.

Chúng tôi tin rằng TCB đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường BĐS và thị trường TPDN, trong khi kế hoạch đa dạng hóa và mở rộng sang lĩnh vực bảo hiểm sẽ tiếp tục đa dạng hóa nguồn doanh thu và củng cố lợi nhuận dài hạn.

Biểu đồ 18: P/B trượt dự phóng 1 năm, TCB

TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần...



Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

Biểu đồ 19: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TCB

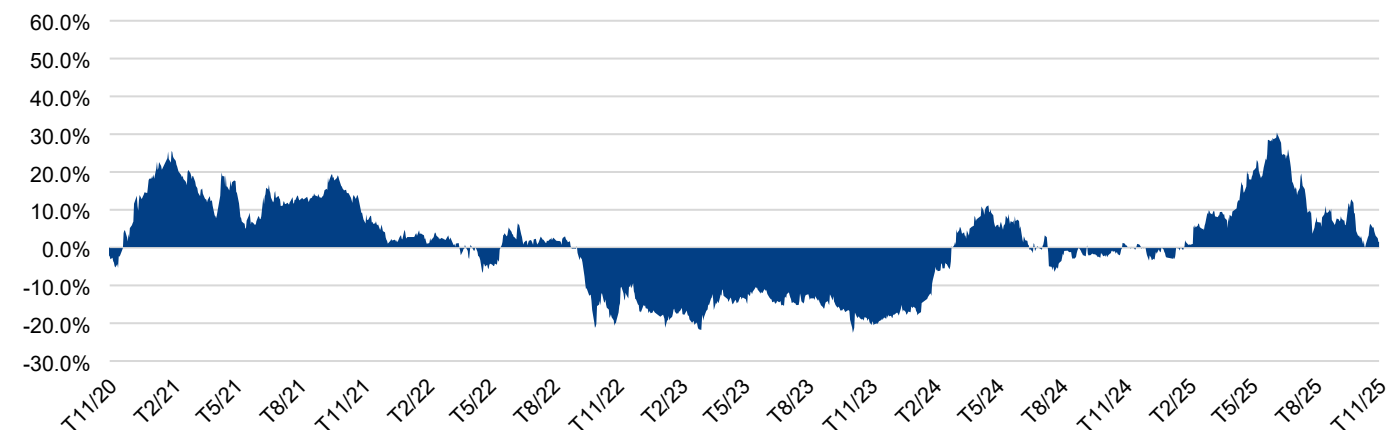
...cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

Biểu đồ 20: So sánh định giá P/B trượt dự phóng 1 năm, TCB & nhóm NHTM tư nhân

TCB đang giao dịch với định giá tương đương với bình quân nhóm NHTM tư nhân, giảm so với mức đỉnh gần đây là 30%



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	67.3	85.4	101
Chi phí lãi	(29.0)	(24.6)	(29.7)	(37.8)	(42.3)
Thu nhập lãi thuần	27.7	35.5	37.6	47.6	58.6
Lãi thuần HĐ dịch vụ	8.71	8.04	8.81	9.96	12.3
Lãi thuần HĐ KDNH	0.20	0.59	1.60	1.00	1.00
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.99	2.44	3.19	3.06	3.09
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.03	0.06	0.07	0.07	0.08
Thu nhập khác	2.43	0.34	1.99	2.29	2.62
Tổng thu nhập HĐ	40.1	47.0	53.3	64.0	77.7
Chi phí HĐ	(13.3)	(15.4)	(16.6)	(18.7)	(21.0)
LN trước dự phòng	26.8	31.6	36.6	45.3	56.7
Chi phí dự phòng	(3.92)	(4.08)	(4.53)	(5.61)	(7.06)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	22.9	27.5	32.1	39.7	49.6
Chi phí thuế TNDN	(4.70)	(5.78)	(6.42)	(7.93)	(9.92)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.19)	(0.24)	(0.55)	(0.72)	(0.94)
Lợi nhuận thuần	18.0	21.5	25.1	31.0	38.8
EPS (đồng)	2,556	3,054	3,557	4,389	5,484
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	6.94	8.99	10.9
Tiền gửi tại NHNN	27.1	54.4	47.8	42.3	49.1
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	754	928	1,142
Tổng dư nợ cho vay	519	632	765	940	1,157
Dự phòng rủi ro	(6.13)	(8.09)	(10.4)	(12.2)	(14.7)
Chứng khoán đầu tư	105	149	162	187	191
CK đầu tư sẵn sàng để bán	105	142	155	181	185
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	1,121	1,327	1,564
Nợ phải trả	718	831	950	1,132	1,337
Tiền gửi của NHNN	0.00	0.01	0	0	0
Tiền gửi của các TCTD khác	153	132	145	160	176
Tổng tiền gửi KH	455	533	597	705	818
Trái phiếu và CCTG	84.7	140	183	241	316
Nợ khác	25.3	23.9	25.1	26.3	27.6
Vốn chủ sở hữu	130	145	161	185	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	55.3	74.4	100
Quỹ & vốn khác của CSH	45.6	32.6	28.7	33.5	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	1,121	1,327	1,564
BVPS (đồng)	18,495	20,583	22,727	26,110	30,588

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	14.5	18.4	17.9
Tăng trưởng cho vay KH (%)	23.3	21.8	21.0	23.0	23.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	26.9	17.3	12.0	18.0	16.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	37.4	24.9	15.8	21.3	19.8
Tăng trưởng VCSH (%)	16.0	11.6	10.4	14.9	17.2
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	(8.58)	28.2	5.92	26.5	23.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	1.76	16.0	8.16	12.4	12.2
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(2.53)	17.9	15.9	23.6	25.2
Tăng trưởng LNTT (%)	(10.5)	20.3	16.6	23.5	25.1
Tăng trưởng LN thuần (%)	(10.7)	19.5	16.8	23.4	25.0
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.17	5.14	5.07	5.23	5.37
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.71)	(1.68)	(1.58)	(1.53)	(1.45)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	86.5	87.4	89.7	91.5	92.3
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	3.45	3.97	4.41	5.19	6.18
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	59.6	71.3	83.2	103	128
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	13.2	11.1	9.52	7.71	6.17
P/B (lần)	1.83	1.64	1.49	1.30	1.11
Lợi suất cổ tức (%)	-	4.43	2.95	2.95	2.95
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	44.9	45.8	47.2	48.5	49.9
ROAA (%)	2.33	2.35	2.39	2.53	2.68
ROAE (%)	14.8	15.6	16.4	18.0	19.3
Chi phí huy động BQ (%)	4.63	3.28	3.43	3.72	3.50
Lợi suất góp BQ (%)	8.47	7.52	7.15	7.63	7.56
Lợi suất thuần (%)	3.84	4.24	3.72	3.90	4.05
Tỷ lệ NIM (%)	4.14	4.45	4.00	4.25	4.39
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	21.8	17.1	16.5	15.6	15.8
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	69.1	75.6	70.6	74.4	75.4
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	9.12	7.32	12.9	10.0	8.74
Tỷ lệ CIR (%)	33.1	32.7	31.2	29.2	27.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	49.1	28.1	22.8	18.2
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	14.3	15.3	14.2	13.7	13.0
VCSH/Tổng TS (%)	15.3	14.9	14.3	13.9	13.8
Đòn bẩy vốn (lần)	6.52	6.73	6.98	7.19	7.24
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.16	1.12	1.10	1.20	1.20
Hệ số LLR (%)	102	114	123	108	106
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	114	118	128	133	141
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	22.1	16.4	15.7	14.5	13.4
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	61.1	64.6	68.2	70.9	73.9
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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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