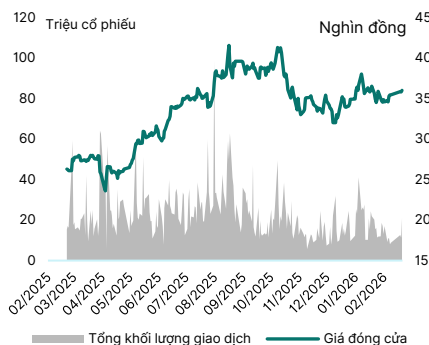


Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	36,000
Giá mục tiêu	41,300
Lợi nhuận kỳ vọng	15%

Thông tin giao dịch	
KLGD TB 3 tháng	16.4 triệu cp
SLCP lưu hành	7,086 triệu cp
Biên độ 52 tuần	22,991 – 41,300
Vốn hoá	255,107 tỷ đồng
Beta	1.1

Biến động giá cổ phiếu 1 năm



Cổ đông lớn	
Công ty Cổ phần Tập đoàn Masan	14.84%
Nguyễn Thị Thanh Thủy	4.93%
Hồ Anh Minh	4.88%
Hồ Thủy Anh	4.88%
Công ty TNHH Mapleleaf	4.96%
Khác	65.5%

Tăng trưởng từ nội lực

Khuyến nghị

Áp dụng phương pháp Thu nhập thặng dư và P/B, chúng tôi nâng giá mục tiêu cổ phiếu TCB lên 41,300 đồng/cp trong 1 năm, khuyến nghị **MUA** TCB nhờ triển vọng khả quan vào năm 2026 khi NIM cải thiện, chất lượng tài sản vững chắc, đóng góp tích cực từ công ty con.

Kết quả kinh doanh năm 2025

KQKD tăng tốc mạnh mẽ trong quý cuối năm 2025, đánh dấu một năm vượt trội. LNTT tăng trưởng 95%YoY vào Q4 nhờ sự tăng tốc của hoạt động tín dụng và kiểm soát chi phí, giúp LNTT cả năm tăng 18.2%YoY, gấp đôi CAGR giai đoạn (2021-2025), lên 32.5 nghìn tỷ đồng.

Tín dụng tăng trưởng tốt 20.7%. Tín dụng bán lẻ tăng 31% nhờ cho vay thế chấp (+26%), cho vay không TSDB (+293%). Cho vay DN tăng 13%, tập trung các ngành: xây dựng (+70%), FMCG, Logistics (+13%), BDS (+11%). TPDN tăng 10% lên 56 nghìn tỷ đồng, ~4.7% Tài sản.

Tăng trưởng tiền gửi đạt 16%YTD. Tỷ lệ CASA dẫn đầu (40%). Thanh khoản cải thiện với tỷ lệ LDR giảm còn 76.5%. Huy động từ giấy tờ có giá tăng 53%, đáp ứng nhu cầu tín dụng.

NIM giảm 50 bps còn 3.8% do nguồn tiền gửi trên thị trường tăng trưởng thấp, và các ngân hàng vẫn phải cạnh tranh lãi suất huy động, trong khi lãi cho vay chưa thể điều chỉnh tương xứng. Đồng thời, chính sách cho vay linh hoạt cũng tác động đến NIM của TCB.

Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh 33%YoY lên 15.2 nghìn tỷ đồng, nhờ HĐKD ngoại hối (+177%), mua bán chứng khoán đầu tư (+21%), xử lý nợ xấu (+19%) và hoạt động bảo hiểm (+92%).

Chất lượng bảng cân đối cải thiện. Tỷ lệ nợ xấu đạt 1.13% (-4bps). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng lên 128%. Nợ cần chú ý đạt 3.8 nghìn tỷ đồng (-13%). Tỷ lệ hình thành nợ xấu giảm còn 0.5%. Tỷ lệ CAR đạt 14.6%. Bảng cân đối mạnh tạo lợi thế mở rộng tăng trưởng tín dụng năm 2026.

Kết quả kinh doanh của TCBS: LNTT đạt 7,109 tỷ đồng (+49%), hoàn thành 123%KH nhờ Ngân hàng đầu tư (+50%), phân phối trái phiếu (+42%), cho vay margin (+43%). ROE đạt 16.7%. Tỷ lệ cho vay trên vốn chủ sở hữu đạt gần 1x, thấp hơn mức trần 2x, nên còn dư địa tăng trưởng. TCBS nắm 9% (top 3) thị phần môi giới HOSE, 1% thị phần cho vay margin. Năm 2026, SBV dự kiến cấp hạn mức tín dụng thận trọng. DN sẽ phải tìm đến kênh TPDN để huy động. TCBS sẽ hưởng lợi từ chính sách này nhờ tận dụng hiệu quả nguồn vốn từ IPO.

Triển vọng 2026

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của TCB đạt 18.9% được củng cố bởi khả năng thâm nhập vào chuỗi giá trị ngành được hưởng lợi bởi đầu tư công, chuyển dịch sang cho vay đầu tư công, tăng tỷ trọng bán lẻ, SME, tín chấp. Chiến lược này đi kèm với nỗ lực giảm sự phụ thuộc vào BDS, hướng tới mục tiêu chỉ còn 20-25% dư nợ vào năm 2030. Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ tăng nhẹ lên 3.85%, nhờ mở rộng hoạt động cho vay không TSDB, vị thế CASA dẫn đầu giúp TCB kiểm soát COF, đồng thời chính sách cho vay linh hoạt đi đến hồi kết. Hoạt động của các công ty con tích cực, đặc biệt TCBS sẽ tiếp tục là động lực cho thu nhập ngoài lãi nhờ thế mạnh công nghệ và sản phẩm khác biệt. Chất lượng tài sản tích cực khi tăng tỷ trọng những ngành ít chịu rủi ro chu kỳ, năng lực quản trị rủi ro bằng AI. TCB cam kết giữ CAR nội bộ không dưới 15%. Chúng tôi ước tính LNTT đạt 37.3 nghìn tỷ đồng (+14.7%).

Rủi ro

Tín dụng tiêu dùng và thị trường bất động sản tăng chậm hơn kỳ vọng sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh và chất lượng tài sản của TCB. Rủi ro từ mở rộng cho vay không TSDB.

	2022A	2023A	2024A	2025	2026F
Thu nhập lãi thuần	27,691	35,508	37,447	38,155	45,922
Thu nhập ngoài lãi	12,371	11,483	15,823	15,235	15,472
Thu nhập trước thuế	25,568	22,888	27,538	32,538	37,252
Tăng trưởng tín dụng (%)	21.6%	21.7%	22.2%	20.7%	18.9%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	26.9%	17.3%	24.6%	19.3%	15.9%
NIM	5.40%	4.06%	4.28%	3.79%	3.85%
Tỷ lệ nợ xấu	0.72%	1.16%	1.17%	1.13%	1.1%

Nguồn: TCB, Kafi Research

Cập nhật Buổi gặp gỡ nhà đầu tư năm 2025

1. Động lực lợi nhuận chính của TCB trong năm 2026 gồm:

- Tăng trưởng tín dụng:
- Ngân hàng kỳ vọng tăng trưởng tín dụng nhờ vào sức mạnh bảng cân đối kế toán và năng lực quản trị rủi ro.
- Với mục tiêu tăng trưởng GDP từ 8-10% và lạm phát khoảng 4%, nhu cầu tín dụng của nền kinh tế dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh ở mức 18-20%, tạo dư địa lớn cho ngân hàng mở rộng quy mô.
- Đa dạng hóa sang các tài sản có lợi suất cao
- Ngân hàng sẽ tập trung vào việc đa dạng hóa danh mục, giảm bớt tỷ trọng bất động sản và chuyển hướng sang bán lẻ, đặc biệt là cho vay tín chấp và SME.
- Việc mở rộng tín dụng tín chấp giúp cải thiện lợi suất tín dụng trong khi vẫn duy trì kiểm soát rủi ro. Biên lợi nhuận rủi ro đạt trên 5%, cao hơn 50% so với cho vay thế chấp truyền thống.
- Quản trị rủi ro: Sử dụng AI/Machine Learning để phân tích dữ liệu phi truyền thống (hành vi tiêu dùng, dữ liệu mạng xã hội, dấu chân số), Hệ thống phát hiện sớm
- Tín dụng cho Cơ sở hạ tầng
- Việc tham gia tài trợ và phân phối cho các dự án cơ sở hạ tầng lớn được xác định là một động lực tăng trưởng quan trọng.
- Thu nhập từ phí
- Cơ hội từ mảng Ngân hàng đầu tư và Bảo hiểm (bao gồm cả nhân thọ và phi nhân thọ) do mức độ thâm nhập của các sản phẩm này tại thị trường Việt Nam còn thấp.
- Mảng Bancassurance đã ghi nhận mức tăng trưởng 90% và dự kiến sẽ tiếp tục đà tăng trưởng này.
- Kiểm soát chi phí vốn
- Để bảo vệ biên lợi nhuận (NIM), TCB tiếp tục đầu tư vào CASA, thu hút khách hàng mới, hệ thống khách hàng thân thiết và tính năng sinh lời tự động để giữ chi phí vốn ở mức hợp lý.
- Cổ tức: TCB đặt ra kỷ luật nội bộ là không muốn tỷ lệ CAR giảm xuống dưới mức 15%. Hiện tại (ngắn hạn), vị thế vốn và tiềm năng lợi nhuận của TCB rất mạnh. Tuy nhiên, đối mặt với áp lực vốn trong tương lai xa (2028-2030), Hội đồng quản trị sẽ quyết định có nên "duy trì hay thay đổi" chính sách cổ tức hiện tại để đảm bảo an toàn vốn hay không

2. Lộ trình giảm cho vay bất động sản

- Ngân hàng đặt mục tiêu đưa tỷ trọng dư nợ bất động sản về mức 20% - 25% vào năm 2030. Tỷ trọng này hiện tại đã giảm xuống còn khoảng 31%.
- Trong khi nhiều ngân hàng đối thủ đang gia tăng tỷ trọng cho vay vào lĩnh vực bất động sản, TCB lại đang thực hiện điều ngược lại là chủ động giảm tỷ trọng này.
- Dòng vốn tín dụng sẽ được chuyển dịch sang các động lực tăng trưởng mới:
- Khách hàng Bán lẻ và SME: Ưu tiên chuyển dịch từ khách hàng Doanh nghiệp lớn sang Bán lẻ, bao gồm cả cho vay tín chấp và hộ kinh doanh/tiểu thương
- Cơ sở hạ tầng: Tham gia tài trợ các dự án hạ tầng trọng điểm.
- Y tế: Lĩnh vực có nhu cầu vay vốn ngày càng tăng.
- Tiêu dùng & Tiện ích: Các ngành hàng tiêu dùng nhanh và Tiện ích dựa trên nhu cầu nội địa bền vững.

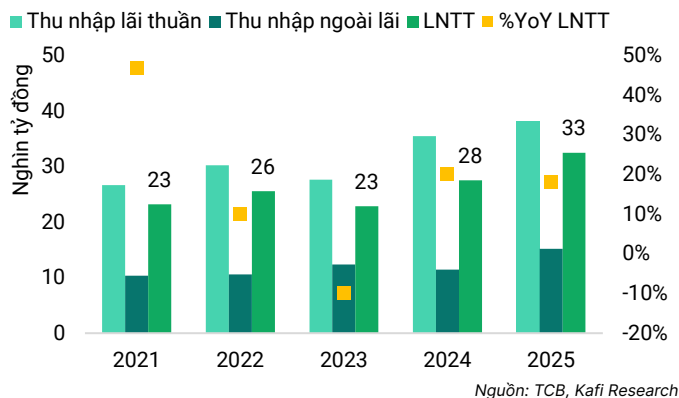
3. Động Lực Tăng Trưởng & Lợi Nhuận TCBS 2026

- Mảng Trái phiếu:
- Vị thế: TCBS tiếp tục là đơn vị dẫn đầu thị trường cả về tư vấn doanh nghiệp và phân phối.

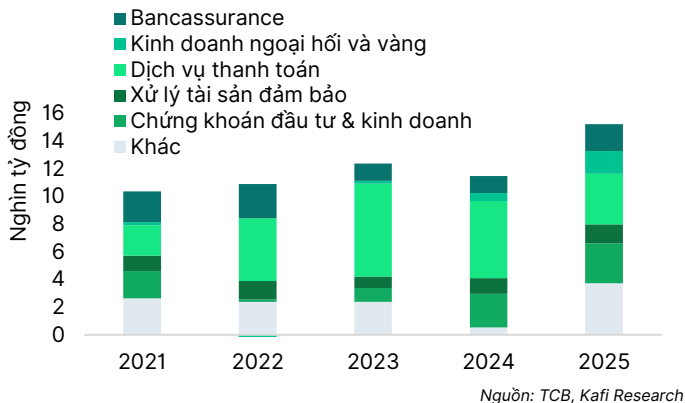
- **Dur địa:** Năm 2025 thị trường trái phiếu đã tăng trưởng khoảng 40%. Kỳ vọng năm 2026, số lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp tại TCBS sẽ tiếp tục phá kỷ lục cũ do nhu cầu vốn của doanh nghiệp tăng mạnh.
- **Chiến lược:** Tận dụng xu hướng doanh nghiệp chuyển sang huy động vốn qua thị trường vốn thay vì chỉ vay ngân hàng.
- **Mảng Quản lý Gia sản:**
- **Sản phẩm:** Không chỉ dừng lại ở trái phiếu hay chứng chỉ quỹ mở, TCBS đang tiên phong đưa các sản phẩm đầu tư từ thị trường phát triển về Việt Nam.
- **Đã triển khai các sản phẩm như i-Track và nhận được sức mua rất mạnh.** Đây được coi là động lực tăng trưởng chính khi mức độ thâm nhập của các sản phẩm đầu tư tại Việt Nam còn rất thấp.
- **Mảng Cho vay Ký quỹ:**
- **Đang giữ vị trí số 1 với 11% thị phần, tăng trưởng 40% trong năm qua.**
- **Luật cho phép công ty chứng khoán vay nợ gấp 2 lần vốn chủ sở hữu để làm margin, nhưng hiện tại TCBS mới chỉ dùng khoảng gần 1 lần (tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu chỉ 0.8 lần).** Do đó, dư địa để bơm thêm vốn cho vay margin là cực kỳ lớn mà không cần tăng vốn chủ sở hữu ngay lập tức.
- **Mảng Môi giới:**
- **Thị phần:** Đang đứng thứ 3 với 9% thị phần.
- **Đặt mục tiêu tham vọng tăng thị phần thêm 0.5% mỗi quý.**
- **Thanh khoản thị trường tăng mạnh nhờ nâng hạng thị trường và hệ thống giao dịch mới.**
- **Động lực Mới & Mở rộng:**
- **Sản phẩm Cấu trúc Liên kết Cổ phiếu:** Đây là mảng sản phẩm mới để phục vụ nhóm khách hàng khá giả, giúp đa dạng hóa danh mục ngoài các tài sản truyền thống.
- **Crypto:** Hệ thống và quy trình đã hoàn thiện, sẵn sàng vận hành ngay. TCBS đã nộp đơn và kỳ vọng nhận giấy phép trong khoảng 3 tháng tới.
- **Vàng:** ra mắt Vàng vật chất (TCB Gold) phối hợp cùng TCB. Tương lai: Sẽ triển khai Vàng kỹ thuật số (Digital Gold) và phái sinh vàng khi khung pháp lý cho phép (có thể trong 2026). Ban lãnh đạo không kỳ vọng mảng này đóng góp lợi nhuận lớn ngay trong 1-2 năm đầu, nhưng đây là mảnh ghép chiến lược để thu hút khách hàng trọn đời.
- **Dịch vụ Khách hàng Tổ chức & ECM:** (1) Hướng đi khác biệt: TCBS sẽ tham gia mảng Ngân hàng đầu tư cho cổ phiếu (ECM) và phục vụ khách hàng tổ chức theo cách "phi truyền thống" (non-traditional). (2) Công nghệ: Phát triển API kết nối trực tiếp và các nền tảng giao dịch thay thế. Sản phẩm "Dark Pool": Dự kiến ra mắt vào tháng sau. Đây là nền tảng giao dịch thỏa thuận khối lượng lớn/ấn danh dành cho các quỹ và nhà đầu tư tổ chức.

TCB nắm giữ những lợi thế khác biệt giúp lợi nhuận 2025 kỷ lục 32.5 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 103%KH, các tỷ lệ về sức mạnh bảng cân đối, tỷ lệ CASA và tỷ lệ sinh lời đều ở mức cao so với ngành. TCBS với tăng trưởng lợi nhuận 40%, duy trì vị thế dẫn đầu mảng trái phiếu, đóng góp lớn vào nguồn thu phí của TCB. Sang năm 2026, TCB có chiến lược giảm tập trung vào BĐS, giúp bảng cân đối khỏe hơn, kết hợp AI để mở rộng cho vay tín chấp, và chiến lược phân phối rủi ro trong các khoản vay hạ tầng sẽ giúp TCB tăng vòng quay vốn và lợi nhuận. TCBS tiếp tục dẫn dắt thị trường quản lý gia sản, khi phát triển sản phẩm tài chính phức tạp, cho ra mắt crypto và vàng, bên cạnh mảng trái phiếu truyền thống. Do đó, chúng tôi kỳ vọng NH nhiều khả năng sẽ đạt được KH kinh doanh năm 2026.

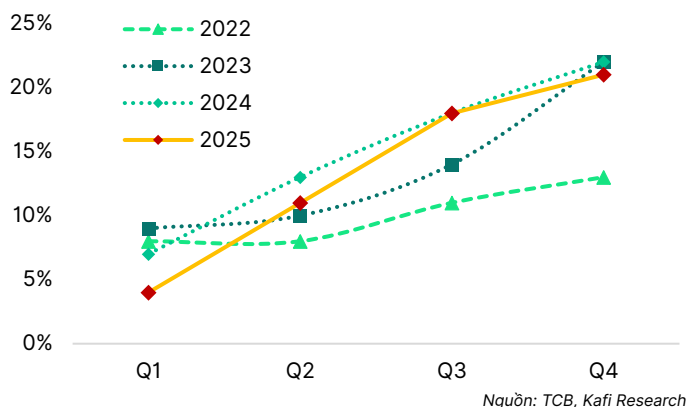
Hình 1. Kết quả kinh doanh của TCB 2025



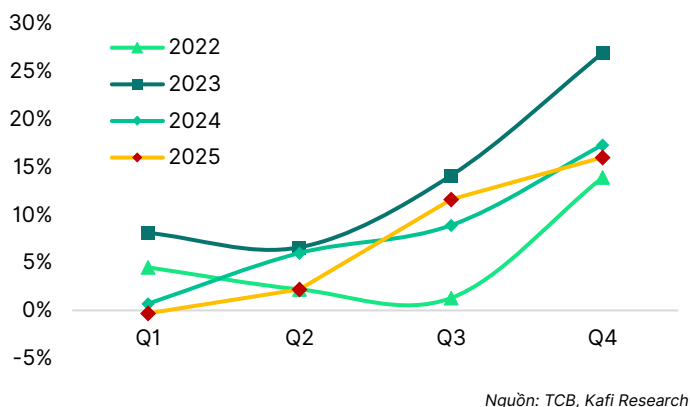
Hình 2. Thu nhập ngoài lãi năm 2025



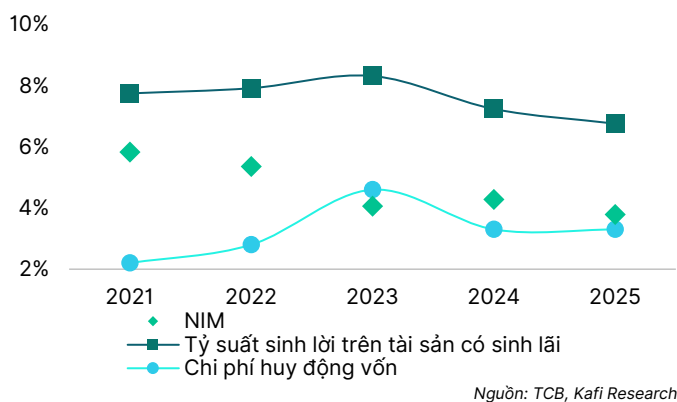
Hình 3. Tăng trưởng tín dụng của TCB 2025



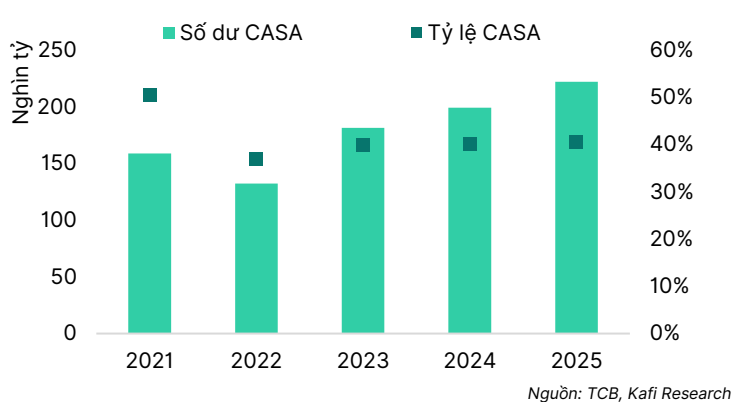
Hình 4. Tăng trưởng tiền gửi của TCB 2025



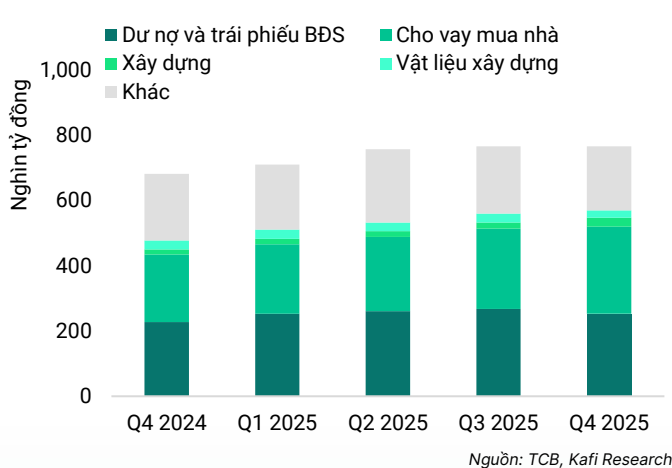
Hình 5. NIM của TCB qua thời gian



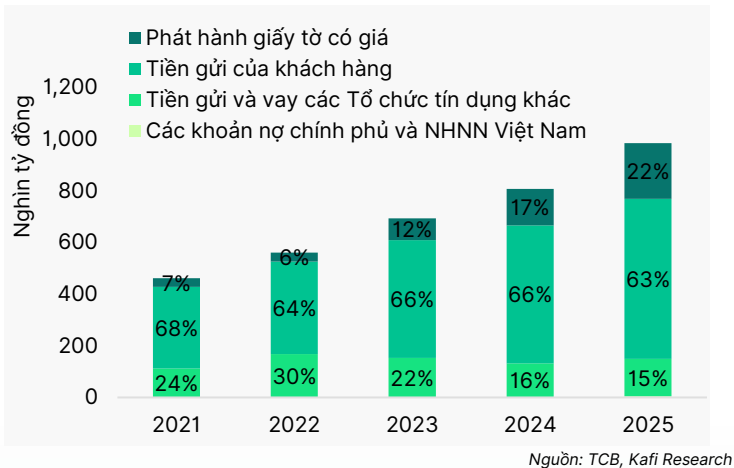
Hình 6. Tỷ lệ CASA năm 2025



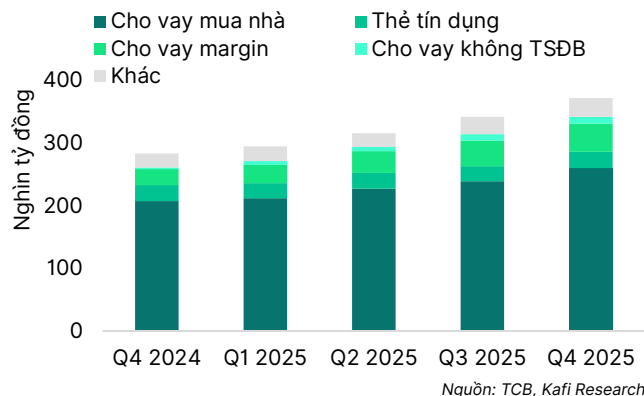
Hình 7. Cơ cấu cho vay theo ngành



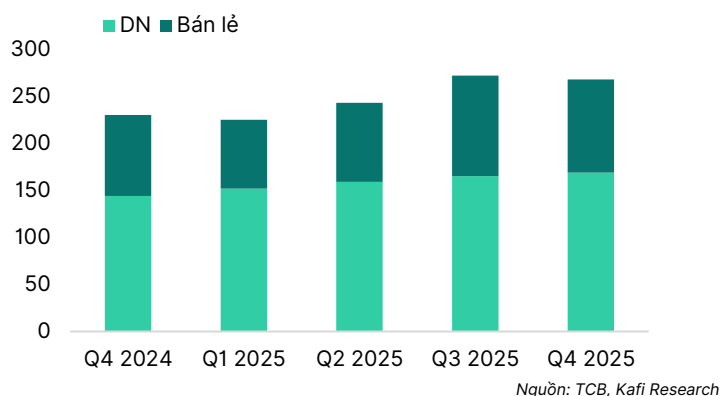
Hình 8. Cơ cấu huy động vốn



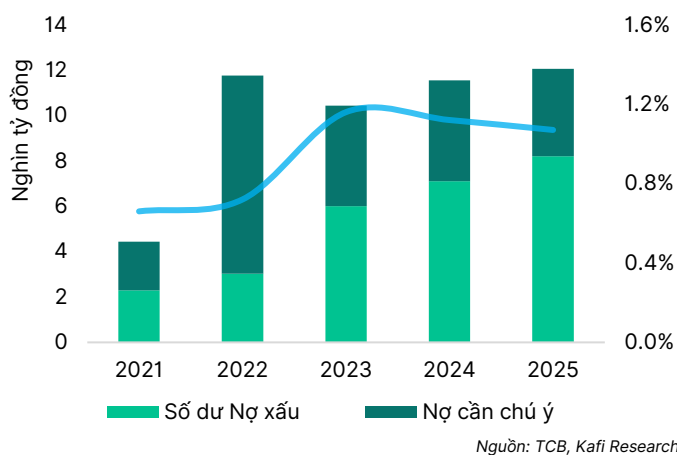
Hình 9. Cơ cấu tín dụng khách hàng cá nhân của TCB



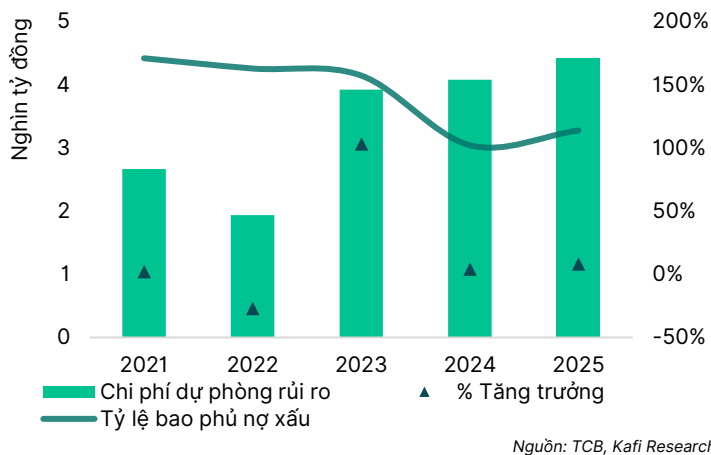
Hình 10. CASA theo phân khúc khách hàng



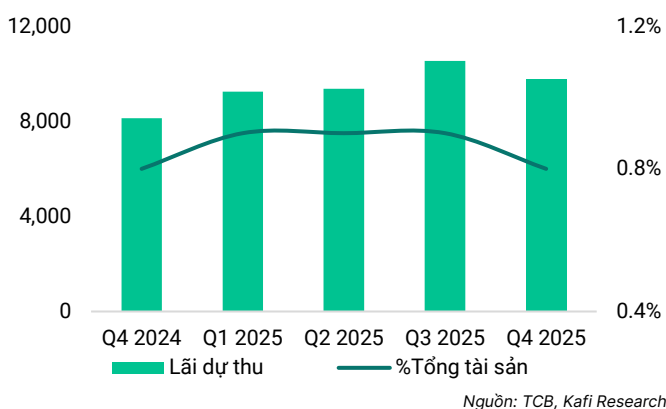
Hình 11. Số dư nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu của TCB



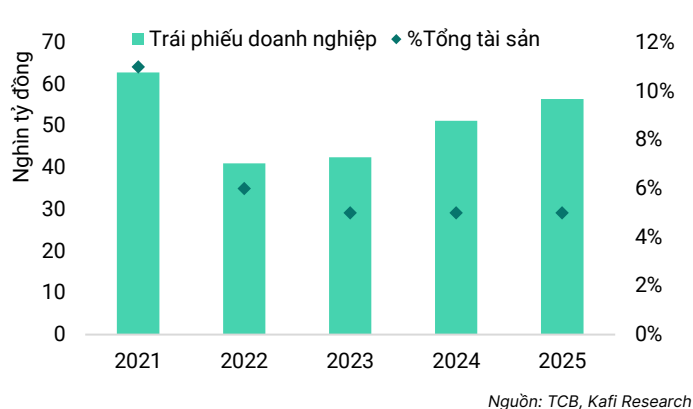
Hình 12. Chi phí dự phòng rủi ro và tỷ lệ bao phủ nợ xấu



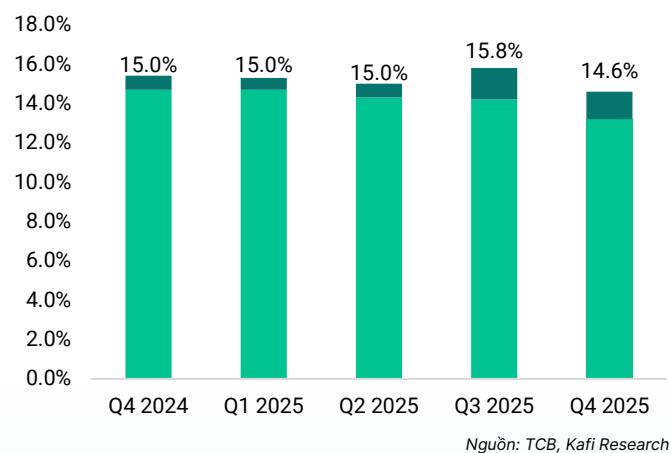
Hình 13. Lãi dự thu của TCB



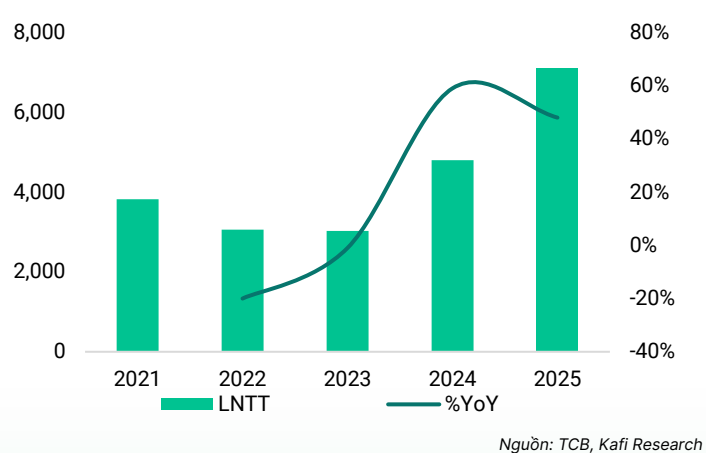
Hình 14. Trái phiếu doanh nghiệp



Hình 15. CAR của TCB



Hình 16. LNTT của TCX



TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Khuyến nghị

Khuyến nghị đầu tư của Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI") được xây dựng trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (1) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố, (2) 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.

Mua: Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

Nắm giữ: Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%.

Bán: Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.