

TECHCOMBANK (HSX: TCB)

Bước vào giai đoạn tăng trưởng bền vững trước những thách thức của ngành BĐS

- Ưu thế về chi phí vốn thấp dựa trên nền tảng CASA cao sẽ giúp TCB có lợi thế trong việc duy trì TTTD và bảo vệ NIM trong năm 2026;
- Chi phí tín dụng trong năm 2026 được dự báo sẽ duy trì tương đương năm 2025 nhằm đảm bảo NPL dưới 1.3% và tăng trưởng lợi nhuận trên 15%;
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu mới 41,800 VND/cp do điều chỉnh tỷ suất chiết khấu trong phương pháp Thu nhập thẳng dư. Chúng tôi giữ nguyên dự báo LN cho năm 2026 và P/B mục tiêu 1.7x áp dụng cho giá trị sổ sách cuối năm 2026.

LNTT cả năm 2026 được dự báo tăng 16.8% svck

Tổng thu nhập hoạt động trong năm 2025 đạt 53,391 tỷ đồng (+13.6% svck), trong đó thu nhập lãi thuần và thu nhập thuần ngoài lãi tăng trưởng lần lượt 7.5% và 32.7% svck. Mặc dù TTTD cả năm 2025 đạt 20.7% svck nhưng NIM giảm mạnh gần 50 điểm cơ bản svck xuống 3.7% khiến thu nhập lãi thuần giảm tốc. Thu nhập từ phí vẫn chủ yếu được hỗ trợ tích cực bởi hoạt động IB khi ghi nhận hơn 2 nghìn tỷ đồng, tăng 50.0% svck. Chi phí trích lập nhích nhẹ 8.3% svck nhờ kiểm soát chất lượng tài sản tốt giúp LNTT cả năm 2025 đạt 32,538 tỷ đồng, +18.2% svck và hoàn thành 103% KH cả năm.

Chúng tôi dự báo LNTT cả năm 2026 sẽ tăng khoảng 16.8% svck nhờ (i) NIM sẽ phục hồi nhẹ lên mức 3.8%; (ii) thu nhập từ phí tăng khoảng 15% svck cùng với (iii) chi phí tín dụng sẽ được duy trì tương đương 2025. CIR sẽ duy trì quanh mức 30% cho 2 năm tiếp theo.

Chi phí tín dụng được duy trì ở mức khoảng 0.5% trong 2 năm tiếp theo

NPL và nợ nhóm 2 của TCB vào cuối năm 2025 đạt lần lượt 1.07% và 0.5%, giảm lần lượt 5 và 20 điểm cơ bản svck. Chi phí tín dụng cả năm 2025 đạt 0.5%, giảm nhẹ svck (0.6% trong năm 2024). Chúng tôi cho rằng mức chi phí tín dụng tương đương 2025 là hợp lý nhằm đảm bảo tỷ lệ NPL không vượt quá 1.3% và vẫn đảm bảo mức tăng trưởng lợi nhuận tối thiểu 15% cho năm 2026.

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu mới là 41.800 VND/cp

Chúng tôi duy trì mức P/B mục tiêu là 1.7x, cao hơn 15% so với toàn ngành và giữ nguyên khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho TCB. Chúng tôi đánh giá cao nội tại của ngân hàng được chứng minh qua nhiều giai đoạn khó khăn của thị trường BĐS. Ngoài ra, việc sở hữu lợi thế về chi phí vốn nhờ CASA cao và tỷ lệ độ dày vốn hàng đầu ngành giúp TCB có lợi thế vượt trội khi lấn sân sang các mảng KD khác, giúp duy trì khả năng tăng trưởng lợi nhuận trên 15%/năm.

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

Chỉ tiêu tài chính	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27
Tổng thu nhập hoạt động	46,990	53,391	60,895	71,228
Thu nhập lãi thuần	35,508	38,155	44,602	52,621
NIM	4.2%	3.7%	3.8%	4.0%
Chi phí dự phòng	4,082	4,421	4,600	5,171
LNST	21,760	25,954	30,241	35,541
Tăng trưởng LNST	19.6%	19.3%	16.5%	17.5%
Tăng trưởng tín dụng	21.7%	20.7%	14.5%	12.3%
Tăng trưởng huy động	16.4%	21.5%	12.3%	14.5%
Giá trị sổ sách	20,521	23,996	28,155	33,042
P/B	1.8x	1.5x	1.3x	1.1x

Nguồn: TCB FS, MBS Research

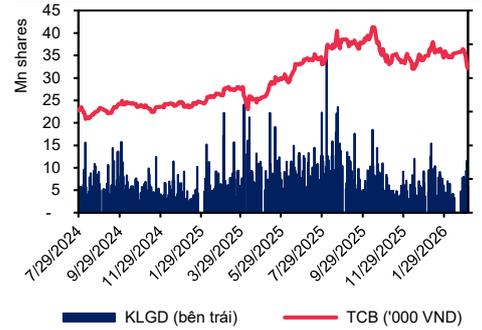
KHẢ QUAN

Giá mục tiêu **41,800 VND/cp**
Tiềm năng tăng giá +30.0%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh giá mục tiêu do điều chỉnh tỷ suất chiết khấu trong phương pháp Thu nhập thẳng dư theo mặt bằng lãi suất mới.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	32,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	41,300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22,991
Vốn hóa (tỷ VND)	228,177
P/E (TTM)	9.0x
P/B (TTM)	1.3x
Tỷ suất cổ tức (%)	3.1%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	22.54%

Nguồn: FiinPro, MBS Research

Cơ cấu sở hữu (31/12/2025)

CTCP Tập Đoàn Masan	14.84%
Nguyễn Thị Thanh Thủy	4.91%
Hồ Anh Minh	4.86%
Hồ Thủy Anh	4.86%
Nguyễn Phương Hoa	2.14%

Nguồn: FiinPro, MBS Research

Chuyên viên phân tích cao cấp



Đinh Công Luyến

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 12 tháng xuống **41,800 VND/cp** so với lần dự báo gần nhất trong BCCL 2026 do điều chỉnh tỷ suất chiết khấu theo mặt bằng lãi suất mới. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2026 và mức định giá mục tiêu $P/B=1.7x$ so với định giá gần nhất áp dụng cho giá trị sổ sách cuối năm 2026. Chúng tôi cho rằng mặc dù xuất hiện những áp lực trong ngắn hạn đến từ việc hạn chế tín dụng vào lĩnh vực BĐS không được vượt quá tổng tín dụng bên cạnh việc hạn chế tổng tín dụng không quá 15%, TCB hoàn toàn có thể đạt mức tăng trưởng lợi nhuận trên 15%/năm nhờ nội lực vững vàng:

- Hệ sinh thái được bổ sung các tân binh mới trong lĩnh vực bảo hiểm cũng như tham gia vào các mảng KD mới như tiền số, vàng sẽ giúp củng cố các nguồn thu ngoài lãi bên cạnh vị thế dẫn đầu trong mảng KD cổ phiếu và phân phối trái phiếu.
- Chất lượng tài sản vượt trội so với toàn ngành dù có quy mô lớn và sức mạnh nội tại được chứng minh qua các giai đoạn khó khăn của ngành BĐS như hậu Covid-19.
- 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 1.7x để áp dụng cho giá trị sổ sách của TCB vào cuối năm 2026. Mức định giá này cao hơn 15% so với định giá hiện tại của toàn ngành và 12% so với nhóm NHTMCP có quy mô lớn. Chúng tôi cho rằng điều này là phù hợp đối với TCB khi so sánh KQKD và vị thế chất lượng tài sản của ngân hàng.
- Về phương pháp thu nhập thặng dư, tỷ trọng giá trị sổ sách trong thành phần định giá đã được giảm xuống còn 59.3% trong lần định giá này, phản ánh triển vọng lợi nhuận lạc quan hơn cho TCB trong những năm tới.
- Chúng tôi kỳ vọng TCB có thể duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt và cổ phiếu tương đương với năm 2025 trong năm 2026.

Rủi ro đầu tư

- Tín dụng lĩnh vực BĐS sẽ gặp nhiều hạn chế trong bối cảnh chính sách tiền tệ không còn quá nới lỏng như trong năm 2025. Hạn mức tín dụng bị kiểm soát và lãi suất cho vay mua nhà tăng nhanh sẽ là những thách thức lớn nhất đối với TCB.
- Tiến trình đa dạng hóa danh mục cho vay của TCB vẫn còn khá chậm, và tín dụng vẫn phụ thuộc khá nhiều vào lĩnh vực cho vay BĐS. Trong khi nền kinh tế đang được đẩy mạnh bởi đầu tư công, sân chơi kém lợi thế của nhóm NHTMCP so với nhóm NHTM quốc doanh.

Định giá

Hình 2: Tóm tắt định giá theo Phương pháp Thu nhập thặng dư

	2026	2027	2028	2029	2030
LS phi rủi ro	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Beta	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
Chi phí vốn cổ phần	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
<i>(ĐVT: tỷ đồng)</i>					
Thu nhập thặng dư (RI)	8,447	10,039	10,621	10,638	9,663
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	8,447	9,061	8,651	7,820	6,412
VCSH đầu kỳ	170,045				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	40,391				
GTHT terminal value	76,412				
Giá trị VCSH cuối kỳ	286,848				
SLCP lưu hành (tr cp)	7,086				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	40,500				

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Bảng so sánh các NHTM Việt Nam (giá đóng cửa ngày 06/03/2026)

Ngân hàng	Khuyến nghị	P/B đỉnh giá	P/E		P/B		Tăng trưởng LNST		ROE		ROA	
			2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
ACB	KHẢ QUAN	1.6x	5.9x	5.0x	1.0x	0.9x	30.5%	17.2%	19.5%	18.9%	1.9%	2.0%
BID	KHẢ QUAN	2.0x	9.0x	8.0x	1.6x	1.4x	15.3%	14.7%	18.6%	18.3%	1.0%	1.0%
CTG	KHẢ QUAN	1.9x	6.7x	5.7x	1.3x	1.1x	19.4%	17.7%	21.2%	21.1%	1.4%	1.5%
EIB	TRUNG LẬP	1.5x	13.9x	8.7x	1.4x	1.1x	159.5%	59.4%	12.9%	13.4%	1.0%	1.4%
HDB	KHẢ QUAN	1.8x	6.2x	4.3x	1.3x	1.0x	26.1%	44.9%	24.9%	27.7%	2.0%	2.3%
LPB	N/A	N/A	10.0x	8.4x	1.9x	1.6x	10.4%	18.6%	20.9%	20.4%	1.9%	2.0%
MBB	N/A	N/A	6.7x	5.1x	1.3x	1.0x	19.4%	32.0%	20.7%	22.2%	1.8%	1.9%
OCB	N/A	N/A	7.9x	6.1x	0.8x	0.7x	-6.6%	29.6%	10.2%	11.8%	1.1%	1.2%
STB	N/A	N/A	8.9x	7.7x	1.7x	1.4x	128.4%	15.8%	20.5%	19.6%	1.4%	1.5%
TCB	KHẢ QUAN	1.7x	7.6x	6.4x	1.1x	1.0x	16.5%	17.9%	16.4%	16.4%	2.4%	2.4%
TPB	KHẢ QUAN	1.2x	5.5x	4.7x	0.9x	0.8x	15.9%	16.0%	17.1%	16.7%	1.6%	1.7%
VCB	KHẢ QUAN	2.4x	13.2x	11.6x	1.9x	1.7x	13.9%	15.1%	15.8%	15.5%	1.5%	1.5%
VIB	KHẢ QUAN	1.5x	6.1x	4.9x	1.0x	0.9x	27.9%	23.4%	18.2%	18.8%	1.6%	1.7%
VPB	KHẢ QUAN	1.6x	6.7x	6.0x	1.1x	0.9x	32.0%	15.1%	16.4%	16.4%	2.2%	2.1%
TB các NHTMCP Nhà nước		2.1x	9.6x	8.4x	1.6x	1.4x	16.2%	15.9%	18.6%	18.3%	1.3%	1.3%
TB các NHTMCP tư nhân		1.5x	7.8x	6.1x	1.2x	1.0x	27.2%	23.9%	18.0%	18.4%	1.7%	1.8%
Trung bình		1.7x	8.2x	6.6x	1.3x	1.1x	22.8%	20.8%	18.1%	18.4%	1.6%	1.7%

Nguồn: Fiiipro, MBS Research

Hình 4: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	40,500	50%	20,250
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.7x)	43,100	50%	21,550
Giá mục tiêu			41,800

Nguồn: MBS Research

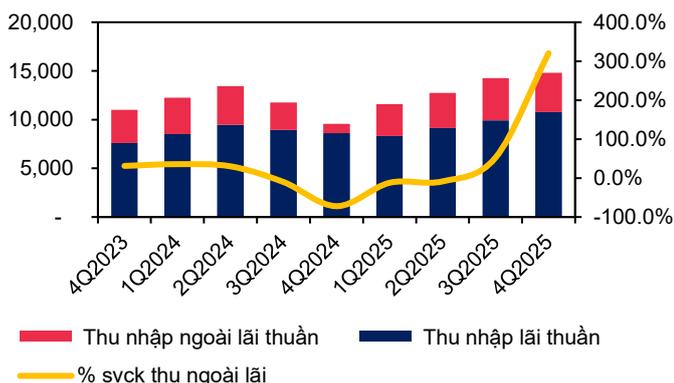
KQKD 2025: Động lực đến từ các hoạt động ngoài lãi

Hình 5: Cập nhật KQKD Q4/2025 và cả năm 2025 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	4Q2025	% svck	2025	% svck	% dự báo của MBS	Đánh giá
Tổng thu nhập hoạt động	14,795	54.8%	53,391	13.6%	105.0%	
Thu nhập lãi thuần	10,788	25.4%	38,155	7.5%	104.0%	NIM hồi phục trong nửa cuối 2025 giúp thu nhập lãi thuần tăng nhẹ svck trong cả năm 2025.
Thu nhập thuần ngoài lãi	4,007	320.5%	15,236	32.7%	107.7%	Thu nhập từ hoạt động IB, cho vay margin và bảo hiểm phi nhân thọ (BHPNT) là động lực phục hồi chính của các hoạt động thu ngoài lãi.
Chi phí trích lập dự phòng	818	593.8%	4,421	8.3%	106.9%	Chi phí trích lập trong Q4/25 gia tăng chủ yếu do nền thấp của cùng kỳ năm trước khi xử lý được nợ cho 1 khách hàng lớn và ghi nhận hoàn nhập hơn 264 tỷ đồng.
LNTT	9,153	94.9%	32,538	18.2%	102.6%	Vượt 3% so với KH cả năm 2025.
Tăng trưởng tín dụng (so với đầu năm)	20.7%	-104 đcb				Theo nhóm KH, KHCN và KHDN có mức TTTD lần lượt đạt 31.0% và 14.1% svck. Trong đó, cho vay liên quan đến BĐS vẫn là mảng chủ lực của TCB. Cho vay mua nhà tăng mạnh 25.6% svck trong khi cho vay KD BĐS tăng 13.3% svck. Bên cạnh cho vay mua nhà thì cho vay thẻ tín dụng và cho vay margin cũng là những động lực mới trong nhóm KHCN.
Tăng trưởng huy động (so với đầu năm)	16.0%	-128 đcb				Sau khi đạt được mức tăng 9.2% QoQ trong Q3/25 thì huy động có dấu hiệu chậm lại trong Q4/25 do áp lực cạnh tranh huy động cao toàn ngành khi các ngân hàng chạy đua nâng lãi suất huy động, kể cả nhóm Big4.
NIM	3.9%	9 đcb	3.7%	-47 đcb		Cả lãi suất cho vay và chi phí vốn trong Q4/25 đều nhích nhẹ so với quý trước. Dự báo lãi suất cho vay mua nhà sẽ tăng lên hỗ trợ NIM hồi phục.
CIR	32.6%	-1701 đcb	30.8%	-193 đcb		CIR cùng kỳ năm trước cao do ngân hàng ghi nhận chi phí hoạt động liên quan đến việc thanh lý hợp tác độc quyền bảo hiểm.
CASA	35.9%	-148 đcb				Tính cả số dư Auto earnings thì CASA tại cuối 2025 đạt 40.4%, cao nhất ngành.
NPL	1.1%	-6 đcb				
LLR	128.1%	1411 đcb				
ROE	16.0%	42 đcb				
ROA	2.3%	-2 đcb				

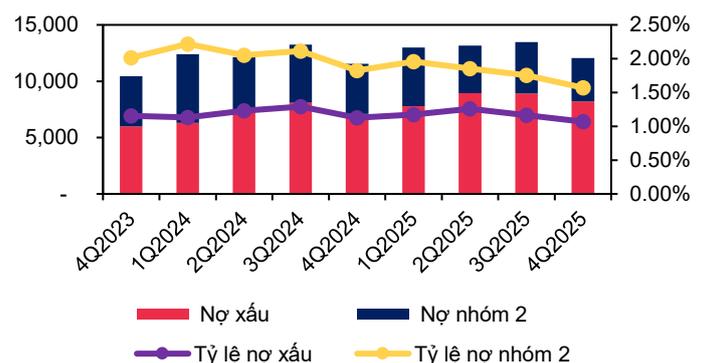
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 6: KQKD hàng quý của TCB (Đơn vị: tỷ VND)



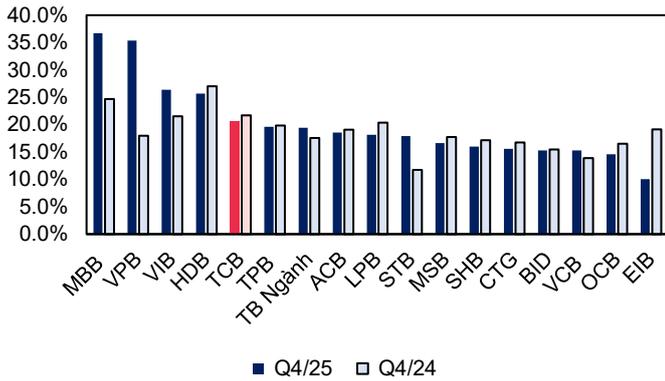
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 7: Chất lượng tài sản theo quý của TCB (% , tỷ VND)



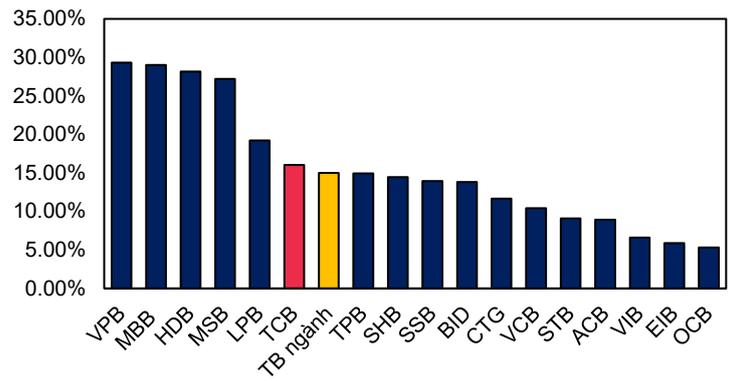
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 8: TTTD của TCB khả quan so với ngành (% sv đầu năm)



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 9: TT huy động của các NHNY cuối 2025 (% so với đầu năm)



Nguồn: TCB, MBS Research

Chúng tôi ước tính LNTT của TCB có thể tăng trưởng 16.5% svck trong năm 2026

Tín dụng tăng khoảng 15% với kịch bản TTTD mới

TTTD tại cuối năm 2025 đạt 20.7% so với đầu năm, tương đương với mức tăng tín dụng đạt 2.4% so với quý trước trong Q4/25, (Q3/25 tăng 6.1% so với cuối Q2/25). Dư nợ cho vay bán lẻ tăng trưởng mạnh hơn trong Q3/25 so với dư nợ nhóm KHDN, đạt lần lượt 31.0% và 13.6%.

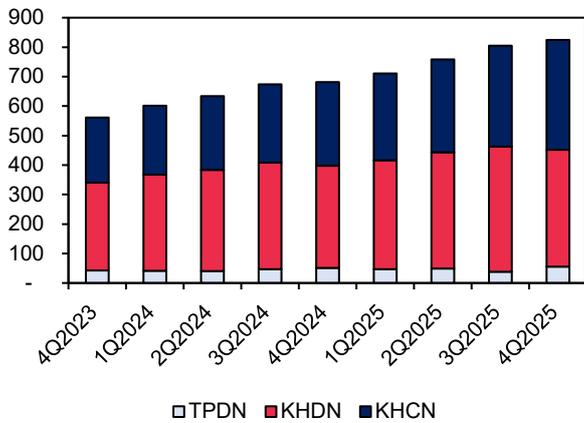
Đối với nhóm KHDN, chúng tôi quan sát thấy nhóm ngành ReCoM (bất động sản và các ngành liên quan như xây dựng, vật liệu,...) vẫn chiếm tỷ trọng chủ đạo trong cơ cấu của WB với 67% và vẫn là động lực chính của danh mục cho vay TCB bên cạnh sự gia tăng tỷ trọng cho nhóm ngành FMCG nhờ chiến lược đa dạng hóa. Cho vay ngành ReCoM tăng trưởng 13.3% so với đầu năm vào cuối Q4/25 trong khi nhóm FMCG ghi nhận giảm nhẹ 5.6% so với đầu năm. Tỷ trọng cho vay nhóm ngành FMCG, bán lẻ và logistics vẫn duy trì quanh mức 10%. Các khoản vay đến từ hoạt động đầu tư hạ tầng có mức tăng khả quan trong năm 2025 nhờ thúc đẩy đầu tư công dù vẫn chưa chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu danh mục cho vay của TCB.

Đối với ngân hàng bán lẻ (RB), cho vay mua nhà tăng đều đặn kể từ Q2/24 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 25.6% svck trong năm 2025 nhờ sức mua bất động sản phục hồi mạnh mẽ tại 2 thị trường Hà Nội và TP.HCM sau khi các dự án BĐS được tháo gỡ pháp lý. Ngoài ra, lãi suất cho vay được duy trì ở mức thấp cũng là tác nhân thúc đẩy tín dụng cho vay mua nhà của toàn ngành. Cho vay thẻ tín dụng tăng trưởng ấn tượng 293.0% svck nhờ nền thấp của năm trước và cũng duy trì được đà tăng 4 quý liên tiếp.

Từ đầu năm 2026, NHNN đã phát đi thông báo kiểm soát chặt tín dụng vào lĩnh vực BĐS không được vượt quá TTTD toàn ngành cùng với việc đưa ra hạn mức tín dụng thấp hơn so với 2025 (ước tính khoảng 15%). Do đó, mảng cho vay chủ lực của TCB liên quan đến lĩnh vực BĐS dự báo sẽ chịu áp lực trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng TCB hoàn toàn có thể đạt mức TTTD 15% trong năm 2026 nhờ (i) thế mạnh trong việc cho vay các dự án BĐS lớn cùng với sở hữu lợi thế chi phí vốn thấp, TCB có sức cạnh tranh cao hơn so với toàn ngành; (ii) thúc đẩy tiêu dùng nội địa là một trong những trụ cột bên cạnh XNK và đầu tư công nhằm đạt được mục tiêu GDP 2 con số, do đó cũng giúp tín dụng

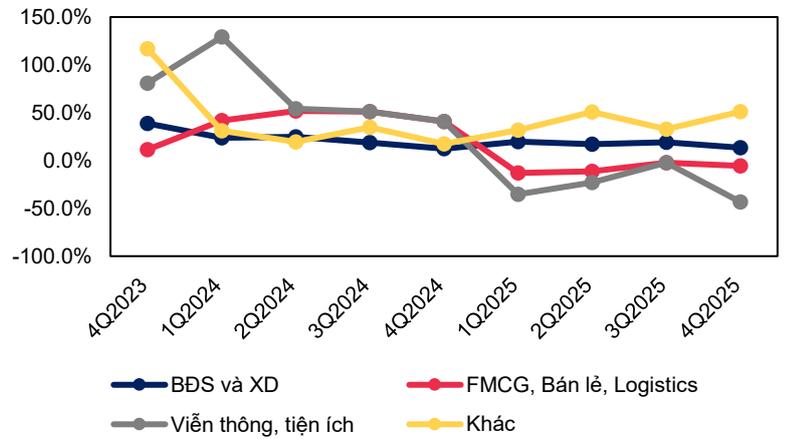
vào các ngành hàng FMCG tốt hơn năm 2025; (iii) nhu cầu cho vay mua nhà dự kiến sẽ giảm tốc và được bù đắp bởi các hoạt động cho vay SME và thẻ.

Hình 10: Cơ cấu tín dụng theo nhóm KH của TCB hàng quý (%)



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 11: TTTD theo ngành của TCB hàng quý (% svck)



Nguồn: TCB, MBS Research

NIM phục hồi nhẹ lên 3.8% trong năm 2026

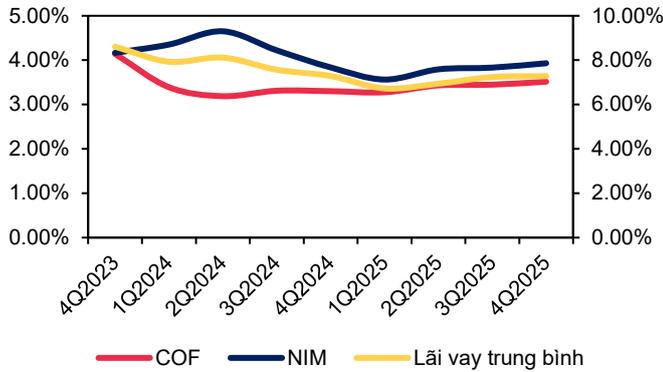
NIM trong Q4/25 đạt 3.9%, tăng lần lượt 9 và 10 điểm cơ bản svck và so với quý trước. Mức độ sụt giảm của NIM đã cho thấy xu hướng giảm tốc kể từ Q2/2025 khi lãi suất cho vay cũng nhích dần do mặt bằng lãi suất huy động bắt đầu có dấu hiệu tăng lên do thanh khoản toàn hệ thống căng thẳng. Ngoài ra, việc giảm sử dụng chính sách giá linh hoạt khi nhu cầu BĐS phục hồi cũng giúp bảo vệ NIM tốt hơn trong nửa cuối 2025.

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 Q4/2025 đạt 40.4%, giảm nhẹ so với mức 42.5% vào cuối Q3/2025 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 Q4/2025 đạt hơn 48 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 duy trì quanh mức 28-29 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 tiếp tục tăng 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 TTTD. Lãi suất cho vay theo đó cũng sẽ có dấu hiệu nhích nhẹ đối với các khoản vay mua nhà và cho vay dự án BĐS, nhờ đó giúp NIM không bị sụt giảm. Mặc dù tín dụng BĐS bị kiểm soát nhưng lãi suất cho vay trung bình của các khoản vay mới dự kiến sẽ cao hơn cùng với việc các khoản vay cũ hết thời gian ưu đãi lãi suất sẽ bù trừ sự sụt giảm của NIM do lãi suất huy động tăng gây ra, ít nhất là trong nửa đầu năm 2026. Đối với nửa cuối năm 2026, chúng tôi cho rằng việc NHNN nới thêm tín dụng cho các ngân hàng top trên là hoàn toàn khả thi nếu tình hình tăng tín dụng đảm bảo định hướng và chất lượng tài sản toàn ngành được duy trì an toàn. Điều này có thể giúp nhu

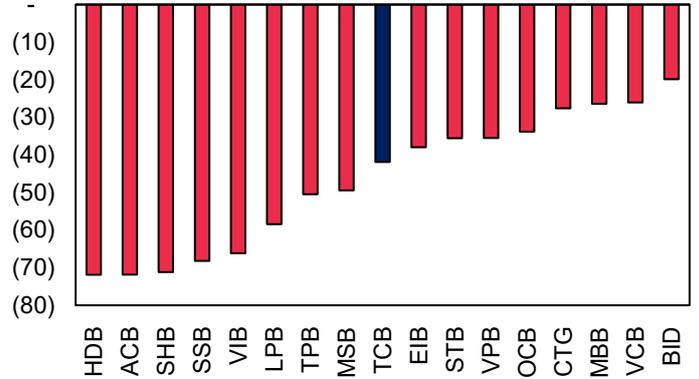
cầu tín dụng vào BĐS nhích lên và tự đó giúp NIM cải thiện nhẹ. Tổng quan, chúng tôi kỳ vọng NIM của TCB có thể đạt 3.8% trong năm 2026, tăng nhẹ 7 điểm cơ bản svck.

Hình 12: NIM đang có dấu hiệu phục hồi rõ nét hơn (%)



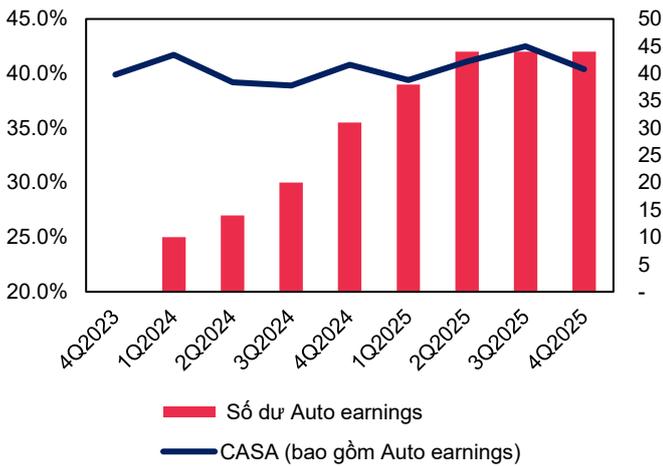
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 13: Biến động NIM của các NHNY trong năm 2025 (điểm cơ bản)



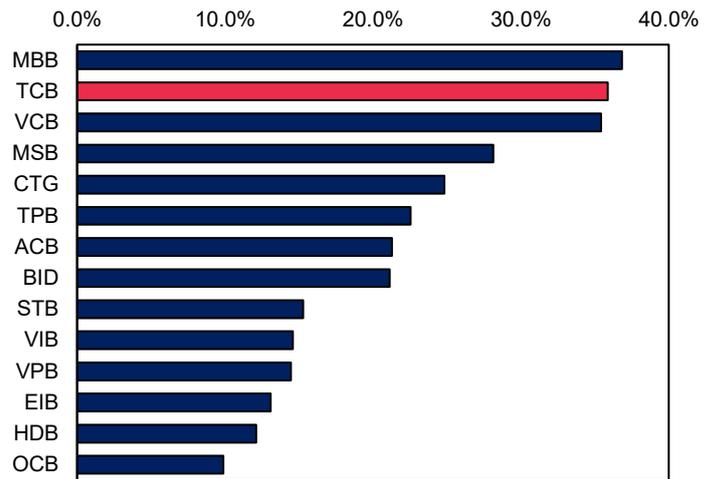
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 14: CASA của TCB theo quý (% , nghìn tỷ đồng)



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 15: CASA của các NHNY đến cuối năm 2025 (không bao gồm số dư Auto earning, %)



Nguồn: TCB, MBS Research

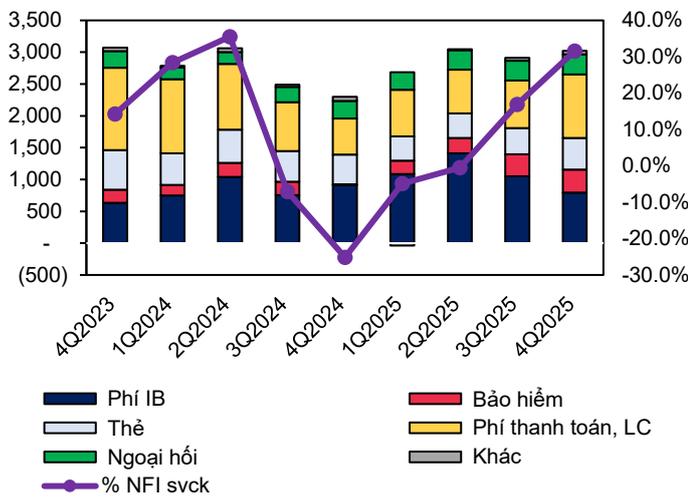
Thu nhập từ phí dự kiến có thể đạt mức tăng trưởng 15%/năm trong 2026

Thu nhập ngoài lãi (Non-II) trong năm 2025 đạt 15,236 tỷ đồng, +32.7% svck chủ yếu do cùng kỳ chi phí hơn 1.8 nghìn tỷ đồng từ việc chấm dứt hợp tác độc quyền với Manulife. Thu nhập từ phí ròng (NFI) ghi nhận tăng 9.1% svck. Phí IB, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu NFI, đạt mức kỷ lục mới hơn 2 nghìn tỷ đồng, tăng 50.0% svck. Đến cuối 2025, thị phần môi giới cổ phiếu niêm yết trên HOSE và trái phiếu doanh nghiệp của TCBS lần lượt đạt 9.0% và 38%. TCBS vẫn giữ vững vị trí số 1 về thị phần môi giới TPDN, với giá trị phân phối trái phiếu trong năm 2025 đạt hơn 92 nghìn tỷ. Đối với banca, TCBLife được thành lập từ năm 2025 sẽ 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, TCB có kế hoạch tìm kiếm một đối tác toàn cầu chuyên nghiệp cho công ty con này để đưa sản phẩm của mình ra thị trường quốc tế và có thể có những hợp tác về mặt tài chính nếu cần thiết.

Chúng tôi cho rằng mảng IB vẫn sẽ tiếp tục đóng vai trò chủ đạo trong cơ cấu thu phí của TCB nhờ tiềm năng mở rộng của thị trường TPDN còn rất lớn. Chúng tôi cho rằng mảng bảo hiểm nhân thọ vẫn sẽ còn gặp nhiều khó khăn do vấn đề tín nhiệm của người mua, do đó các ngân hàng sẽ chuyển dịch trọng tâm sang mảng bảo hiểm phi nhân thọ như bảo hiểm nhà, xe đi kèm với các khoản vay cá nhân, theo quan điểm của chúng tôi sẽ có tiềm năng tăng trưởng cao hơn trong ngắn hạn trước khi có sự phục hồi của mảng bảo hiểm nhân thọ.

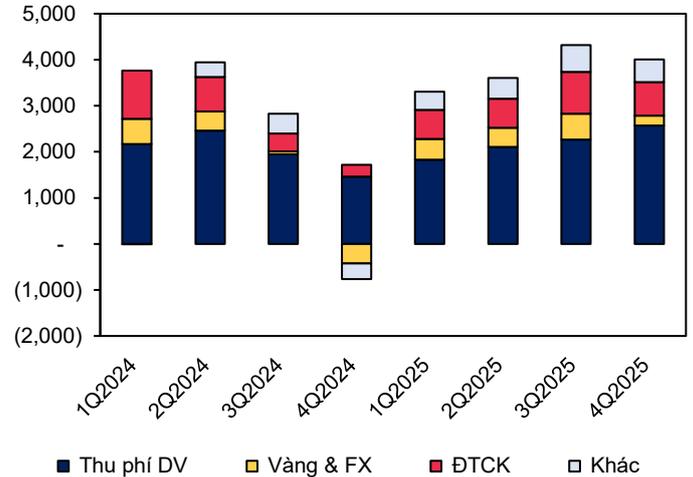
Bên cạnh phí IB, phí thanh toán và thẻ cũng là những nguồn thu nhập có khả năng đạt trên 15%/năm trong những năm tới. Sự chuyển dịch tín dụng từ các khoản vay dự án BĐS sang nhóm tiêu dùng, xây dựng hạ tầng và FMCG dự kiến sẽ đem lại các khoản thu phí thanh toán đáng kể hơn. Ngoài ra, dư nợ cho vay thẻ tăng gần 4 lần svck trong năm 2025 cho thấy nhu cầu thanh toán của mảng thẻ còn rất lớn. TCB hướng tới cung cấp giải pháp quản lý tài sản toàn diện cho nhóm KH ưu tiên và hiện có quy mô quản lý tài sản hơn 645 nghìn tỷ đồng cho hơn 281 nghìn KH trong nhóm này.

Hình 16: Cơ cấu NFI của TCB theo quý (tỷ VND, % svck)



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 17: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: TCB, MBS Research

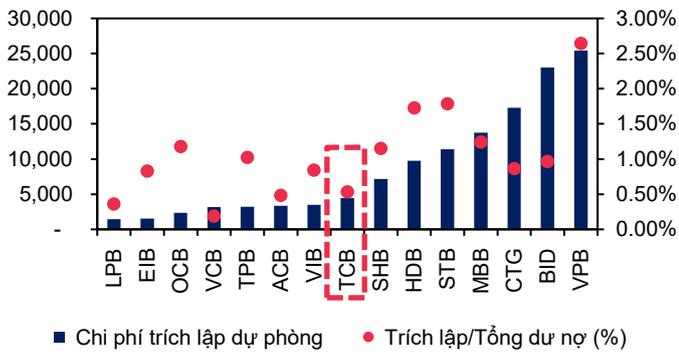
Chi phí tín dụng trong năm 2026 được duy trì tương đương năm 2025

NPL và nợ nhóm 2 của TCB vào cuối năm 2025 đạt lần lượt 1.07% và 0.5%, giảm lần lượt 5 và 20 điểm cơ bản svck. Đây cũng là mức chất lượng tài sản tốt nhất được ghi nhận kể từ năm 2023. Nợ nhóm 2 và nợ xấu lần lượt giảm 13.3% và tăng 15.5% svck, cải thiện rất đáng kể so với cuối Q3/25 (tăng 2.3% và 25.6% svck). Nợ xấu của nhóm KHDN và nhóm KHCHN ghi nhận lần lượt đạt 0.3% và 2.14% tại cuối Q4/25 trong đó cho vay tài trợ BĐS ghi nhận nợ xấu không đáng kể trong khi cho vay mua nhà ghi nhận NPL đạt 1.84%. Điều này cho thấy chất lượng tài sản cải thiện đáng kể dù tăng trưởng tín dụng trong quý cuối năm là không quá cao.

Trong năm 2025, TCB ghi nhận chi phí trích lập dự phòng là 4,420 tỷ đồng, tăng 8.3% svck trong đó Q4/25 ghi nhận trích lập 817 tỷ đồng, tăng gần 6 lần svck do cùng kỳ ghi nhận 1 khoản hoàn nhập dự phòng lớn. Chi phí tín dụng cả năm 2025 đạt 0.5%, giảm nhẹ svck (0.6% trong năm 2024). Tỷ lệ sử dụng trích lập đạt hơn 57%, giảm so với mức 69% của năm 2024.

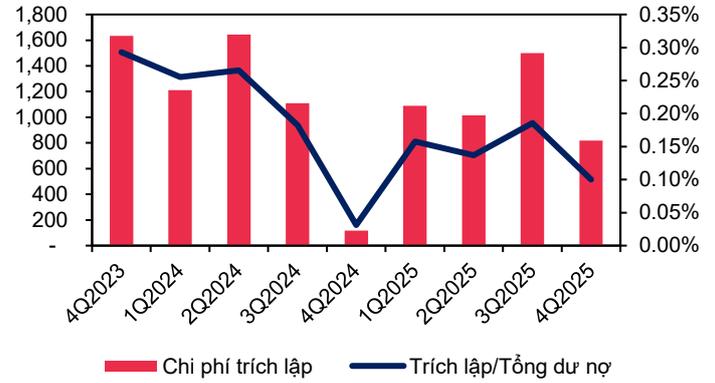
Trong năm 2026, chúng tôi cho rằng việc hạn chế tín dụng vào BĐS có thể khiến áp lực đảo nợ của nhóm KH này gặp khó khăn trong 6 tháng đầu năm. Do đó, áp lực tăng NPL dự kiến sẽ duy trì trong ngắn hạn khiến TCB khó giảm mức trích lập. Chúng tôi cho rằng mức chi phí tín dụng tương đương 2025 là hợp lý nhằm đảm bảo tỷ lệ NPL không vượt quá 1.3% và vẫn đảm bảo mức tăng trưởng lợi nhuận tối thiểu 15% cho năm 2026.

Hình 18: Dự phòng/tổng tín dụng của các NHNY trong năm 2025 (%)



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 19: Chi phí dự phòng và trích lập/tín dụng hàng quý (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 20: Tóm tắt dự báo KQKD 2025-2026

Các tiêu chí KQKD	1Q2025	1Q2026	% svck	2025F	2026F	% svck	Nhận xét
Tổng thu nhập hoạt động	11,611	14,210	22.4%	53,391	60,894	14.1%	
Thu nhập lãi thuần	8,305	10,775	29.7%	38,155	44,615	16.9%	NIM hồi phục sẽ bù đắp cho sự giảm tốc của TTTD khi hạn mức tín dụng sẽ thấp hơn 2025.
Thu nhập thuần ngoài lãi	3,306	3,434	3.9%	15,236	16,279	6.8%	BHPNT, doanh thu IB và hoạt động thu phí thanh toán vẫn sẽ trụ cột chính. Các khoản thu từ xử lý nợ dự kiến sẽ giảm tốc.
Chi phí trích lập dự phòng	1,090	1,150	5.5%	4,421	4,600	4.1%	
LNTT	7,236	8,493	17.4%	32,538	38,026	16.9%	
Tăng trưởng tín dụng (so với đầu năm)	4.1%	3.3%	-88 đcb	18.0%	14.4%	-364 đcb	TTTD tại cuối Q1/26 dự kiến chiếm khoảng 25% dự báo cả năm (~15%) và chủ yếu vẫn được hỗ trợ bởi cho vay mua nhà. Áp lực đảo nợ và việc kiểm soát tín dụng vào lĩnh vực BĐS sẽ khiến cạnh tranh ở nhóm này cao hơn.
Tăng trưởng huy động (so với đầu năm)	6.0%	2.2%	-379 đcb	16.0%	14.2%	-187 đcb	TTTHĐ trong nửa cuối 2026 sẽ chậm lại do mặt bằng lãi suất ổn định, tuy nhiên nhìn chung tốc độ huy động sẽ duy trì tương đương với TTTD.
NIM	3.6%	3.8%	25 đcb	3.7%	3.8%	8 đcb	Chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay nhóm ngành BĐS nhanh hơn so với mặt bằng chi phí vốn đầu vào của TCB dự kiến sẽ nhích nhẹ giúp NIM hồi phục. Tỷ trọng CASA cao cũng là lợi thế giúp NIM của TCB được bảo vệ tốt hơn.
CIR	28.3%	32.1%	385 đcb	30.8%	30.0%	-78 đcb	
CASA	35.1%	33.4%	-165 đcb	35.9%	33.7%	-215 đcb	Với giả định Auto earnings tăng tương đương cả năm 2025, CASA sẽ đạt khoảng 37%.
NPL	1.2%	1.1%	-7 đcb	1.1%	1.1%	6 đcb	Áp lực nợ xấu sẽ cao khi người đi vay mua nhà cũng như các CĐT BĐS bị hạn chế về khả năng đảo nợ.
LLR	111.6%	123.5%	1192 đcb	128.1%	124.8%	-327 đcb	
ROE	14.8%	15.8%	102 đcb	16.5%	16.4%	-9 đcb	
ROA	2.3%	2.3%	8 đcb	2.4%	2.4%	0 đcb	

Nguồn: TCB, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27	Tỷ số tài chính	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27
Thu nhập lãi thuần	35,508	38,155	44,602	52,837	Tăng trưởng				
Lãi thuần từ Dịch vụ	8,042	8,772	9,966	11,797	Tổng tài sản	15.2%	21.8%	12.6%	17.6%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	593	1,642	1,990	2,404	Cho vay và CK	25.6%	16.2%	11.1%	17.5%
Lãi thuần từ CKKD	81	52	50	66	Tiền gửi KH & GTCG	16.5%	22.2%	12.2%	17.7%
Lãi thuần từ CKĐT	2,359	2,846	2,061	1,903	LNTT	17.9%	16.9%	15.3%	17.5%
Lãi thuần từ HĐ khác	343	1,884	2,226	2,530					
Tổng thu nhập hoạt động	46,990	53,391	60,895	71,537	An toàn vốn				
Chi phí hoạt động	15,370	16,432	18,268	21,461	CAR	15.3%	14.6%	N/A	N/A
Chi phí DPRRTD	4,082	4,421	4,600	5,256	VCSH/Tổng tài sản	15.3%	15.1%	15.4%	15.6%
LNTT	27,538	32,538	38,026	44,820	Đòn bẩy tài chính	6.54	6.63	6.51	6.42
Chi phí thuế TNDN	5,778	6,584	7,785	9,174					
LNST	21,760	25,954	30,241	35,646	Chất lượng tài sản				
LN cổ đông thiểu số	(237)	(664)	(774)	(912)	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
LNST cho Ngân hàng	21,523	25,290	29,467	34,734	Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.7%	0.5%	0.7%	0.6%
					Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	113.9%	128.1%	124.8%	130.9%
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27					
Tiền và tương đương tiền	3,385	4,361	5,688	4,435	Thanh khoản				
Tiền gửi tại NHNN	54,353	82,163	35,866	43,454	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	84.7%	84.2%	85.9%	83.9%
Tiền gửi và cho vay các TCTD	84,590	114,958	172,883	212,750	TS thanh khoản/TTS	30.7%	29.5%	26.6%	26.9%
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	9,001	4,816	7,902	9,311	TS thanh khoản/tiền gửi KH	45.1%	45.8%	38.4%	38.2%
Phái sinh và các CCTC khác	-	-	-	-					
Hoạt động mua nợ	142	31	-	-	Khả năng sinh lợi				
Cho vay khách hàng	631,725	767,617	877,996	1,034,608	ROA	15.8%	16.5%	16.4%	16.4%
Dự phòng cho vay	(8,091)	(10,498)	(12,339)	(14,497)	ROE	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
Chứng khoán đầu tư	148,624	145,526	134,388	154,749	NIM	4.2%	3.7%	3.8%	3.9%
Đầu tư dài hạn khác	3,103	3,247	3,061	3,076	TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	75.6%	71.5%	73.2%	73.9%
Tài sản cố định	12,467	12,123	13,171	13,840	Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	32.7%	30.8%	30.0%	30.0%
BDS đầu tư	-	-	-	-					
Tài sản Có khác	39,501	68,001	103,505	115,984	Định giá				
TỔNG TÀI SẢN	978,799	1,192,344	1,342,123	1,577,710	EPS cơ bản (VND)	3,037	3,569	4,158	4,902
Nợ NHNN, Chính phủ	12	4,324	4,324	4,324	Giá trị sổ sách (VND)	20,521	23,996	28,155	33,056
Tiền gửi, vay các TCTD khác	132,239	144,983	217,085	282,448	P/E	10.6x	9.0x	7.7x	6.6x
Tiền gửi của khách hàng	533,392	618,912	706,581	826,297	P/B	1.6x	1.3x	1.1x	1.0x
Phái sinh và các CCTC khác	931	2,417	2,417	2,417					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	-	-	-	-					
Phát hành giấy tờ có giá	140,422	215,330	175,599	186,229					
Các khoản nợ khác	23,862	26,877	26,375	30,608					
NỢ PHẢI TRẢ	830,859	1,012,843	1,132,382	1,332,324					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	147,940	179,501	209,741	245,386					
Vốn điều lệ	70,649	70,862	70,862	70,862					
Thặng dư vốn cổ phần	(0)	(0)	(0)	(0)					
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
Vốn khác	7,764	7,764	7,764	7,764					
Quỹ của TCTD	24,785	28,645	31,001	33,778					
LN chưa phân phối	42,222	62,774	89,883	121,838					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	2,520	9,457	10,231	11,143					
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	978,799	1,192,344	1,342,123	1,577,710					

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
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường
Ngô Quốc Hưng
Nguyễn Phú Cường

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyện
Nguyễn Đức Hải

Bất động sản
Nguyễn Minh Đức
Nguyễn Minh Trí
Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng Lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng
Phạm Thị Thanh Huyền