

NGÂN HÀNG TMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM (HOSE: TCB)

NGÂN HÀNG

KHUYẾN NGHỊ 12T

Khả quan

Giá mục tiêu (12T)	VND40,000
Tiềm năng tăng giá	31.3%
Giá đóng cửa gần nhất (18/03/26)	VND30,450

Giá hiện tại	VND30,450
Cao nhất 52	VND41,300
Thấp nhất 52	VND22,990
Giá mục tiêu	VND40,000
Tiềm năng tăng giá	31.3%
Tỷ suất cổ tức	3.3%
Tổng tỷ suất sinh lời	34.6%

Vị thế thuận lợi cho tăng trưởng bền vững dài hạn

Luận điểm đầu tư

➤ **Tăng trưởng tín dụng 2026 chậm lại**

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của TCB sẽ chậm lại trong Q1/26 do hạn mức tín dụng được kiểm soát chặt hơn, khi NHNN định hướng tăng trưởng toàn ngành khoảng 15%, thấp hơn năm trước. Theo đó, tăng trưởng tín dụng năm 2026 có thể thấp hơn 2025. Tỷ trọng cho vay bất động sản còn cao có thể tạo áp lực ngắn hạn cho TCB khi dòng vốn đang được ưu tiên cho sản xuất. Tuy nhiên, việc tái cơ cấu danh mục—giảm cho vay chủ đầu tư, tăng tỷ trọng hạ tầng, y tế, tiêu dùng và bán lẻ—sẽ giúp tăng trưởng tín dụng bền vững hơn. Chúng tôi dự phóng thận trọng tăng trưởng tín dụng của TCB khoảng 16% svck, với dư địa tăng nếu hạn mức được nới trong 2H26.

➤ **Biên lãi ròng duy trì ổn định**

Chúng tôi kỳ vọng NIM của TCB tăng nhẹ trong 2026 nhờ lợi thế CASA và chiến lược cho vay chọn lọc hơn. Nền tảng tiền gửi chi phí thấp tiếp tục giúp ổn định chi phí vốn, trong khi việc kiểm soát tăng trưởng tín dụng cho phép ngân hàng cải thiện khả năng định giá lãi suất cho vay. Tuy nhiên, việc giảm tỷ trọng cho vay bất động sản (phần khúc có lợi suất cao) có thể gây áp lực lên lợi suất bình quân trong ngắn hạn. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng các yếu tố này sẽ bù trừ cho nhau, giúp NIM tăng nhẹ khoảng 9 điểm cơ bản trong năm 2026.

➤ **Hệ sinh thái đa dạng hỗ trợ tăng trưởng thu nhập ngoài lãi**

Việc mở rộng hệ sinh thái, đặc biệt thông qua Techcom Securities (HOSE: TCX) và Techcom Life Insurance, được kỳ vọng sẽ tăng tỷ trọng đóng góp tích cực vào tăng trưởng TNNL. Các nền tảng này giúp gia tăng mức độ gắn kết khách hàng, thúc đẩy khối lượng giao dịch và mở rộng bán chéo các sản phẩm phi như thanh toán, bảo hiểm và quản lý tài sản. Khi quy mô được mở rộng, chúng tôi kỳ vọng đóng góp vào TNNL sẽ trở nên rõ nét hơn, qua đó giúp đa dạng hóa nguồn thu và cải thiện sự ổn định của lợi nhuận.

➤ **Định giá hấp dẫn cho đầu tư dài hạn**

Hiện tại, TCB đang giao dịch ở mức P/B forward 2026 khoảng 1.1 lần, thấp hơn 17.2% so với mức trung bình 5 năm và chiết khấu 19.1% so với ngành. Mức định giá này tương đối hấp dẫn cho đầu tư dài hạn. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng những biến động về vĩ mô và việc tiếp tục siết tín dụng với lĩnh vực bất động sản có thể ảnh hưởng đến diễn biến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Rủi ro đầu tư

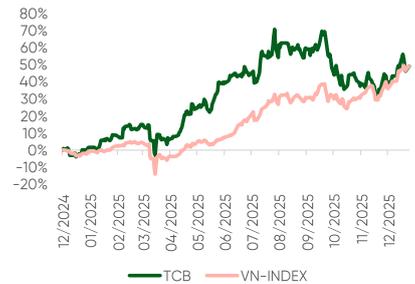
- Hạn mức tín dụng năm 2026 vẫn còn hạn chế. Nếu không được nới thêm, tăng trưởng cho vay năm 2026 có thể bị ảnh hưởng đáng kể. Việc giảm tỷ trọng cho vay bất động sản và chuyển sang các mảng lợi suất thấp hơn có thể khiến NIM đi ngang hoặc giảm.
- Căng thẳng kéo dài tại khu vực Trung Đông có thể gây áp lực lên kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và làm gia tăng biến động thị trường trong ngắn hạn.

Thị giá vốn (tỷ đồng)	214,713
KLGG bình quân 10 phiên	17.7
Số CP lưu hành (tr)	7,086.2

	TCB	VNI
P/E trượt 12T	8.5x	13.5x
P/B hiện tại	1.3x	2.0x
ROAA	2.4%	2.4%
ROAE	16.0%	16.1%

*Dữ liệu ngày 18/03/2026

Diễn biến giá cổ phiếu



Thay đổi giá	1T	3T	12T
TCB	-12.4	-10.1	11.9
VN-INDEX	-4.4	-2.5	26.0

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Masan	14.8%
Nguyễn Thị Thanh Thủy	4.9%
Hồ Anh Minh	4.9%
Khác	75.4%

Tổng quan doanh nghiệp

Ngân hàng thương mại cổ phần Kỹ thương Việt Nam – Techcombank được thành lập từ 1993 với vốn điều lệ chỉ 26 tỷ đồng và là một trong những ngân hàng TMCP đầu tiên của Việt Nam. Sau hơn 33 năm, TCB đã trở thành ngân hàng lớn thứ ba đứng về vốn điều lệ. TCB chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào ngày 4/6/2018.

Chuyên viên phân tích

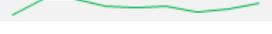
Hà Thu Hiền

hienht1@vpbanks.com.vn

KẾT QUẢ KINH DOANH

Tóm tắt kết quả Q4/25: Chất lượng tài sản cải thiện, NIM phục hồi

Hình 1: Các chỉ số chính

	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	
Thu nhập lãi/thu nhập HD	69.8%	69.0%	69.3%	70.6%	76.0%	90.0%	71.5%	71.7%	69.7%	72.9%	
Thu nhập ngoài lãi/Thu nhập HD	30.2%	31.0%	30.7%	29.4%	24.0%	10.0%	28.5%	28.3%	30.3%	27.1%	
Tăng trưởng tín dụng svck	15.4%	21.6%	19.5%	25.1%	25.9%	21.7%	18.3%	19.8%	22.0%	20.7%	
NIM	4.3%	4.2%	4.4%	4.7%	4.2%	3.9%	3.6%	3.8%	3.8%	3.9%	
Lợi suất tài sản	8.6%	8.0%	7.5%	7.6%	7.2%	6.8%	6.5%	6.8%	6.8%	7.0%	
Chi phí vốn	4.8%	4.1%	3.4%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%	3.5%	
LDR	76.7%	77.4%	78.5%	79.6%	82.2%	77.1%	80.1%	82.4%	81.2%	76.5%	
NPL	1.4%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%	1.1%	
LLR	93.0%	102.1%	106.1%	101.1%	103.5%	113.9%	111.6%	106.5%	119.2%	128.1%	
Chi phí tín dụng	0.8%	1.3%	0.9%	1.1%	0.7%	0.1%	0.7%	0.6%	0.8%	0.4%	
CIR	34.8%	32.8%	26.5%	29.4%	29.2%	49.6%	28.3%	30.1%	31.5%	32.6%	
CP dự phòng/LN trước dự phòng	13.9%	22.1%	13.4%	17.4%	13.3%	2.4%	13.1%	11.4%	15.4%	8.2%	
ROAA	2.4%	2.3%	2.5%	2.6%	2.7%	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.4%	
ROAE	14.6%	14.8%	15.6%	16.5%	16.8%	15.5%	14.9%	14.5%	14.4%	16.0%	
CASA	33.6%	39.9%	40.5%	37.4%	36.5%	37.4%	35.1%	36.4%	38.4%	35.9%	

* Tăng trưởng tín dụng bao gồm cho vay khách hàng và trái phiếu doanh nghiệp
 Tỷ lệ CASA thuần (không bao gồm số dư sinh lời tự động) = 1 - tiền gửi có kỳ hạn/tổng tiền gửi khách hàng

Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 2: Kết quả hợp nhất của TCB trong Q4/25

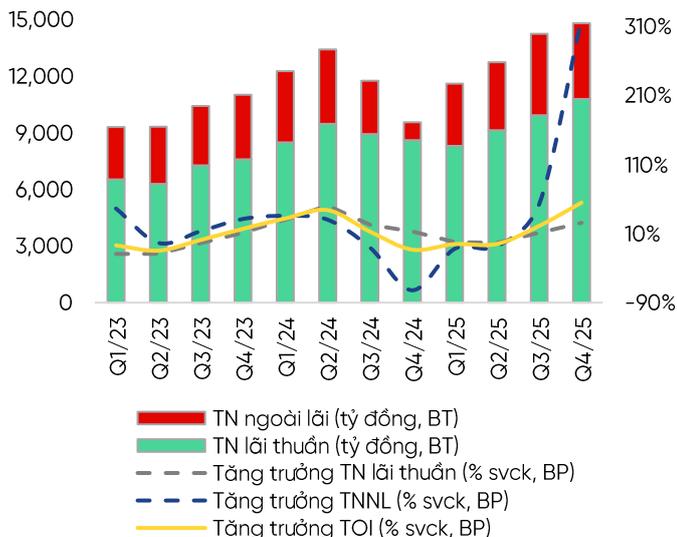
	Q4/24	Q4/25	2024	2025	% sv dự phóng của VPBS	% sv dự phóng thị trường
Thu nhập lãi (svck)	13.2%	25.4%	28.2%	7.5%	96.1%	99.9%
Thu nhập ngoài lãi (svck)	-72.1%	320.5%	-7.2%	32.7%	123.8%	
Tổng TN hoạt động (svck)	-13.3%	54.8%	17.3%	13.6%	102.6%	101.1%
Chi phí hoạt động (svck)	31.3%	1.8%	16.0%	6.9%	99.6%	
LN trước dự phòng (svck)	-35.0%	107.1%	17.9%	16.9%	104.0%	
Chi phí dự phòng (svck)	-92.8%	593.8%	4.1%	8.3%	102.4%	
Lợi nhuận trước thuế (svck)	-18.7%	94.9%	20.3%	18.2%	104.3%	101.7%
Tăng trưởng cho vay	21.8%	21.5%	21.8%	21.5%	98.5%	
Tăng trưởng tiền gửi	17.3%	16.0%	17.3%	16.0%	100.4%	
Biến lãi thuần	3.9%	3.9%	4.2%	3.8%		
Lợi suất tài sản	6.8%	7.0%	7.2%	6.7%		
Chi phí vốn	3.3%	3.5%	3.3%	3.3%		
Tỷ lệ CASA	37.4%	35.9%	37.4%	35.9%		
Tỷ lệ chi phí/Thu nhập	49.6%	32.6%	32.7%	30.8%		
ROAE	15.6%	15.9%	15.6%	15.9%		
Tỷ lệ nợ xấu/Dư nợ cho vay	1.12%	1.07%	1.12%	1.07%		
Tỷ lệ nợ nhóm 2/Dư nợ cho vay	0.7%	0.5%	0.7%	0.5%		
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	113.8%	127.9%	113.8%	127.9%		

Nguồn: TCB, VPBankS Research

Tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng mạnh

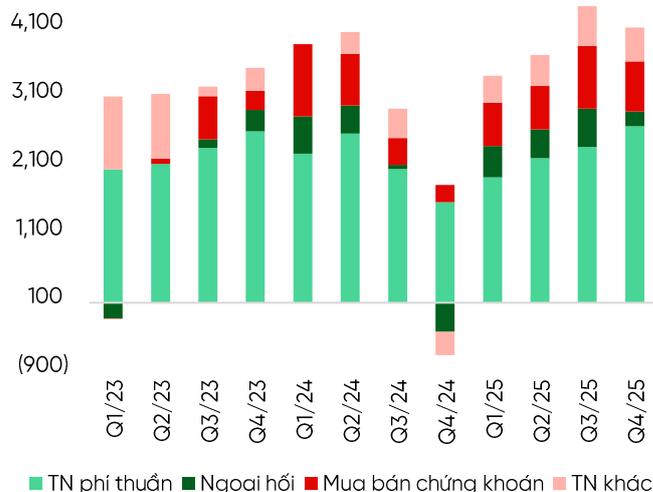
Tổng thu nhập hoạt động của TCB tăng mạnh 54.8% svck trong Q4/25 nhờ sự phục hồi rõ nét của thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi. TNNL ghi nhận mức tăng đột biến 320.5% svck trong Q4/25 so với mức nền thấp trong Q4/24. Mức tăng ấn tượng được đóng góp bởi thu nhập phí (+75.7% svck), kinh doanh vàng và ngoại hối (chuyển từ lỗ trong Q4/24) và thu nhập từ đầu tư (+194.8% svck), trong bối cảnh điều kiện thị trường chứng khoán thuận lợi hơn vào cuối năm 2025 và đóng góp lớn hơn từ TCX.

Hình 3: Tổng TNHĐ tăng 54.8% svck trong Q4/25 nhờ sự phục hồi rõ nét của TNLT và TNNL



Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 4: Thu nhập phí thuần và thu nhập từ đầu tư hỗ trợ TNNL tăng trưởng tích cực trong Q4/25

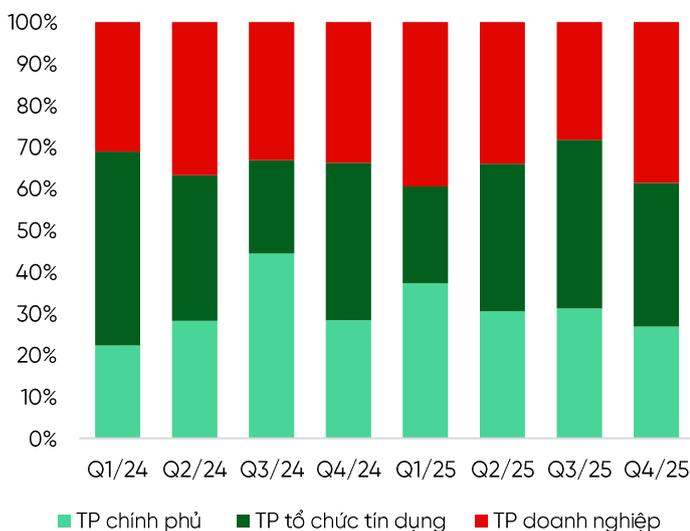


Nguồn: TCB, VPBankS Research

Thu nhập lãi thuần tăng tốc khi NIM đảo chiều

TNLT tăng mạnh 25.4% svck trong Q4/25, cải thiện đáng kể so với mức tăng 11.2% svck trong Q3/25. Động lực chính đến từ tăng trưởng tín dụng duy trì ổn định và NIM cải thiện. So với cùng kỳ, NIM tăng 0.08 điểm % lên 3.95% và tăng 0.10 điểm % so với quý trước trong Q4/25, phản ánh xu hướng tăng của lợi suất tài sản sinh lãi. Lợi suất tài sản sinh lãi tăng 0.24 điểm % svck, cao hơn mức tăng 0.21 điểm % của chi phí vốn, chủ yếu nhờ lợi suất đầu tư tăng mạnh 1.8 điểm % svck. Chúng tôi cho rằng sự cải thiện này đến từ cả môi trường lãi suất cao hơn và sự thay đổi trong cơ cấu danh mục đầu tư. Cụ thể, mặt bằng lãi suất tăng giúp cải thiện lợi suất tái đầu tư, trong khi việc gia tăng tỷ trọng tài sản có lợi suất cao cũng đóng góp tích cực. Trái phiếu doanh nghiệp đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong danh mục đầu tư, chiếm 39% trong Q4/25 (+5.0 điểm % svck), qua đó nâng mặt bằng lợi suất đầu tư và hỗ trợ NIM. Trong khi đó, chi phí vốn tiếp tục được hỗ trợ bởi tỷ lệ CASA duy trì ổn định ở mức 35.9% (không bao gồm số dư sinh lời tự động) trong bối cảnh giá tài sản đầu tư tăng.

Hình 5: TPDN chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục đầu tư



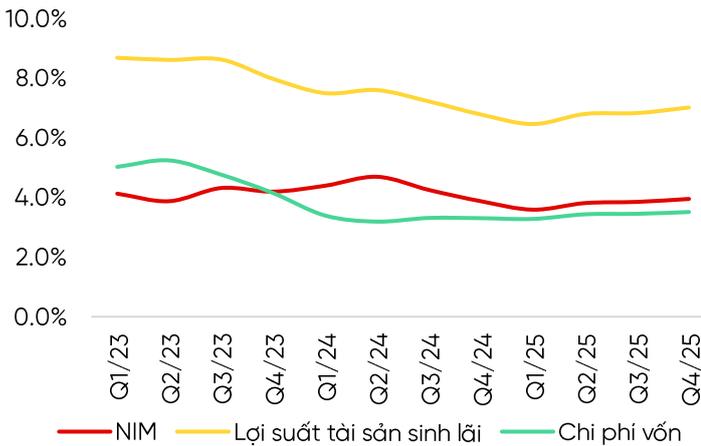
Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 6: Môi trường lãi suất thuận lợi trong năm 2025



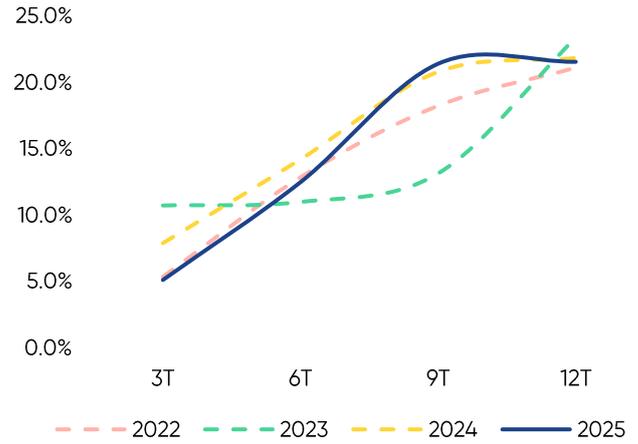
Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 7: NIM hồi phục nhẹ trong Q4/25



Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 8: Cho vay KH tăng 21.4% svck trong 2025

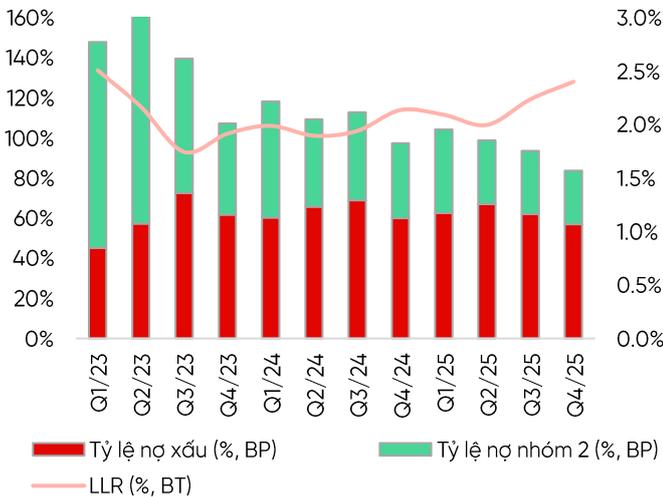


Nguồn: TCB, VPBankS Research

Chi phí dự phòng tăng mạnh trên mức nền thấp

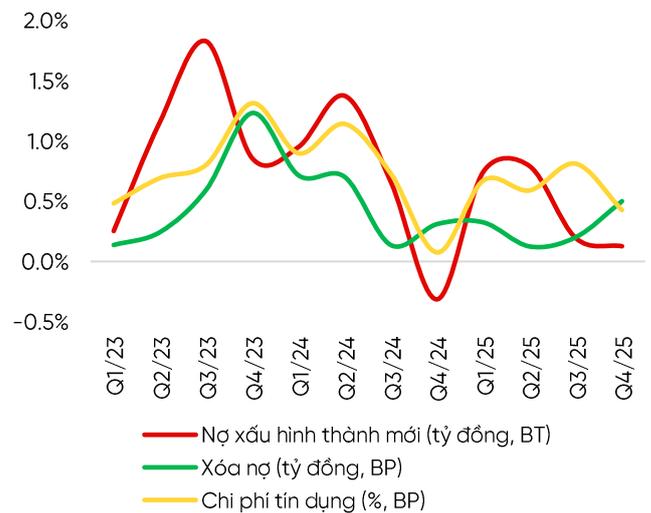
Trong Q4/25, chất lượng tài sản tiếp tục duy trì tích cực với tỷ lệ nợ xấu cộng xóa nợ giữ ở mức thấp 1.19% (-0.01 điểm % svck; -0.02 điểm % so với quý trước), thấp nhất kể từ Q3/23. Tỷ lệ nợ nhóm 2 tiếp tục giảm xuống 0.50% trong Q4/25 (-0.20 điểm % svck và -0.09 điểm % so với quý trước). Chi phí dự phòng tăng mạnh 593.8% svck trong Q4/25, chủ yếu do nền so sánh thấp của Q4/24 khi ngân hàng ghi nhận hoàn nhập dự phòng. Trên cơ sở so sánh cùng quý, chi phí dự phòng giảm 45.5%, nhờ chất lượng tài sản ổn định và tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) ở mức cao, giúp giảm áp lực trích lập. Theo đó, chi phí tín dụng giảm 0.39 điểm % so với quý trước xuống 0.4% trong Q4/25.

Hình 9: Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm hai giảm



Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 10: Chất lượng tài sản cải thiện



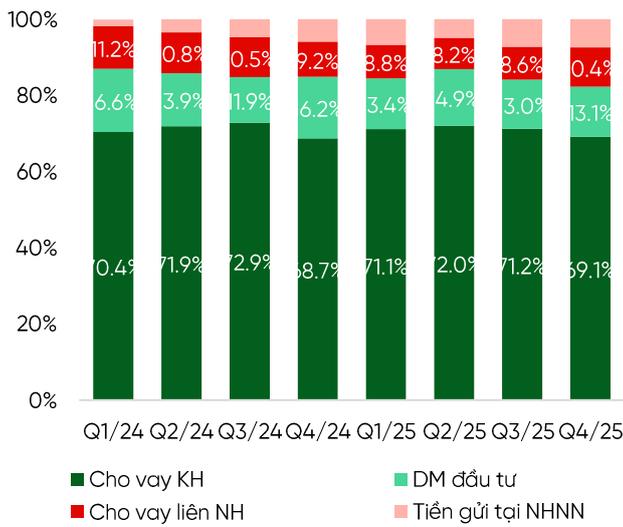
Nguồn: TCB, VPBankS Research

Chỉ số bảng cân đối kế toán Q4/25

Tăng trưởng tín dụng phân hóa theo chiến lược

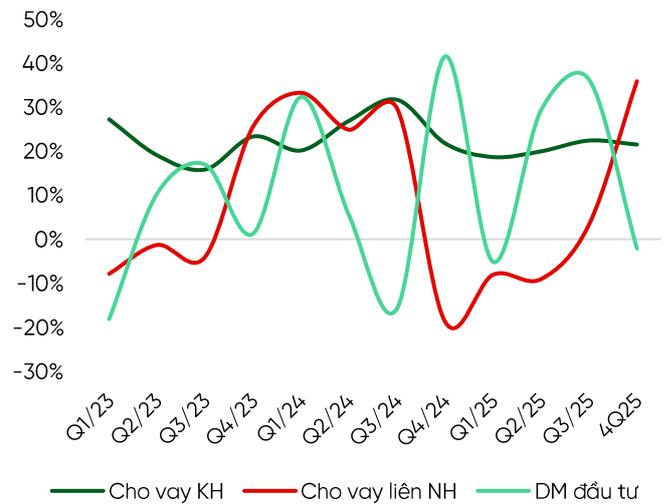
Trong Q4/25, tổng tài sản sinh lãi hợp nhất của TCB tăng 20.8% svck (+3.1% so với quý trước), chủ yếu nhờ tăng trưởng cho vay khách hàng và cho vay liên ngân hàng. Dư nợ cho vay liên ngân hàng tăng mạnh 35.9% svck và 23.6% so với quý trước, chiếm 10.4% cơ cấu tổng tài sản sinh lãi. Trong bối cảnh nhu cầu tín dụng thuận lợi, dư nợ cho vay khách hàng của TCB tăng 21.5% trong năm 2025, cao hơn mức tăng trưởng toàn hệ thống 19.1%.

Hình 11: Cấu trúc tổng tài sản sinh lãi của TCB



Nguồn: TCB, VPBankS Research

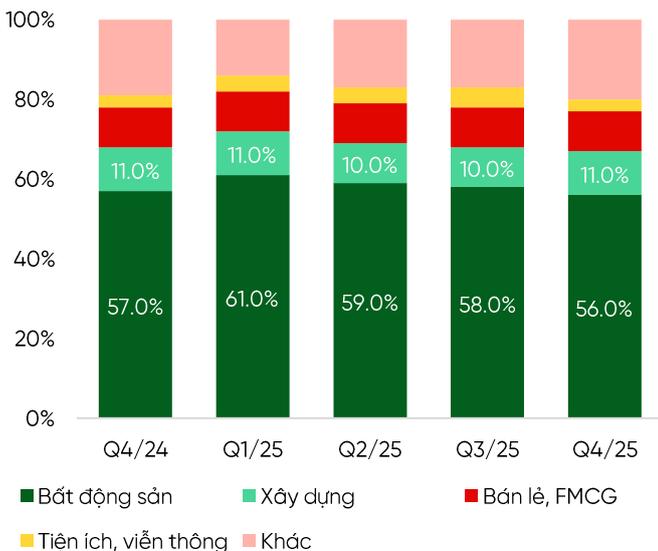
Hình 12: Cho vay KH và liên NH dẫn dắt đà tăng trưởng



Nguồn: TCB, VPBankS Research

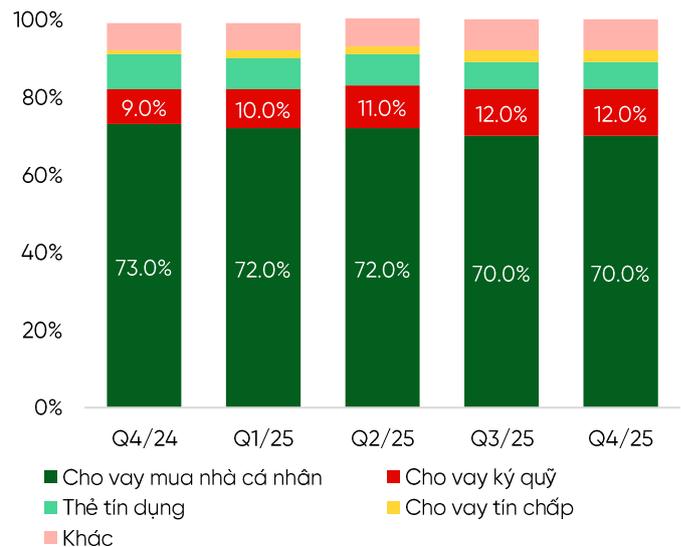
Tăng trưởng tín dụng diễn ra đồng đều ở cả hai phân khúc, với khối doanh nghiệp tăng 13.4% và khối bán lẻ tăng mạnh 30.8%. Ở mảng bán lẻ, dư nợ tiếp tục được dẫn dắt bởi cho vay mua nhà (+24.7%) và cho vay ký quỹ (+69.3%). Trong khi đó, ở phân khúc DN, tăng trưởng tín dụng tiếp tục được dẫn dắt bởi lĩnh vực bất động sản và xây dựng, với dư nợ tăng lần lượt 11.6% svck và 51.4% svck trong Q4/25. Tuy nhiên, xét theo quý, dư nợ cho vay đối với lĩnh vực BĐS giảm 5.7%, kéo tỷ trọng nhóm này trong tổng dư nợ cho vay khách hàng xuống 33.0%, so với 35.0% tại Q3/25. Chúng tôi cho rằng sự dịch chuyển này phù hợp với chiến lược của TCB, đã được đề cập từ Q3/25, nhằm từng bước thu hẹp tín dụng liên quan đến bất động sản và phân bổ lại dòng vốn sang các lĩnh vực khác, phù hợp với định hướng của NHNN về tăng trưởng tín dụng bền vững trong năm 2026.

Hình 13: Tỷ trọng cho vay lĩnh vực bất động sản ở phân khúc DN giảm trong nửa cuối năm 2025



Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 14: Tỷ trọng cho vay ký quỹ và tín chấp tăng tích cực giúp cải thiện lợi suất tài sản sinh lãi



Nguồn: TCB, VPBankS Research

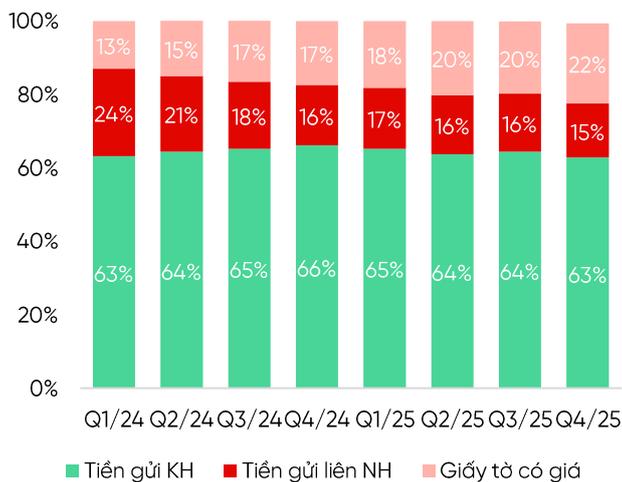
Cơ cấu nợ phải trả có lãi: Tối ưu cơ cấu nguồn vốn hỗ trợ duy trì NIM

Trong Q4/25, TCB chủ động điều chỉnh cơ cấu nợ phải trả có lãi nhằm duy trì biên lãi ròng trong bối cảnh môi trường huy động thắt chặt hơn. Tổng nợ phải trả có lãi tăng 22.2%, cao hơn tốc độ tăng của tổng tài sản sinh lãi, chủ yếu nhờ phát hành giấy tờ có giá tăng mạnh (+53.3% svck). Trong khi đó, tiền gửi khách hàng và tiền gửi liên ngân hàng chỉ tăng lần lượt 16.0% và 9.6%, phản ánh chiến lược huy động có chọn lọc của ngân hàng.

Chúng tôi cho rằng việc tăng phát hành giấy tờ có giá trong năm 2025 phản ánh chiến lược chủ động của TCB trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức thấp. Mặt bằng lãi suất tiền gửi toàn hệ thống nhìn chung đi ngang khi NHNN duy trì chính sách hỗ trợ tăng trưởng tín dụng. Điều này khiến tiền gửi kém hấp dẫn hơn so với các kênh đầu tư khác như bất động sản hay vàng, dẫn đến tăng trưởng huy động chậm lại. Thay vì phụ thuộc vào tiền gửi, TCB có thể đã chủ động gia tăng phát hành giấy tờ có giá trung dài hạn nhằm tối ưu cấu trúc nguồn vốn, qua đó kéo dài kỳ hạn và nâng cao tính ổn định của bảng cân đối.

Đáng chú ý, các chỉ tiêu thanh khoản vẫn duy trì ở mức an toàn: LDR giảm xuống khoảng 76.5% trong Q4/25, trong khi tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn duy trì ở mức 24-25%, thấp hơn đáng kể so với mức trần quy định.

Hình 15: Cấu trúc nợ phải trả có lãi



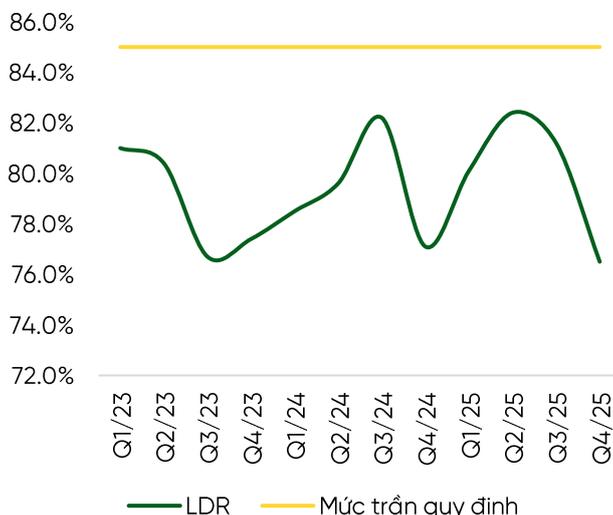
Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 16: Tăng trưởng huy động svck



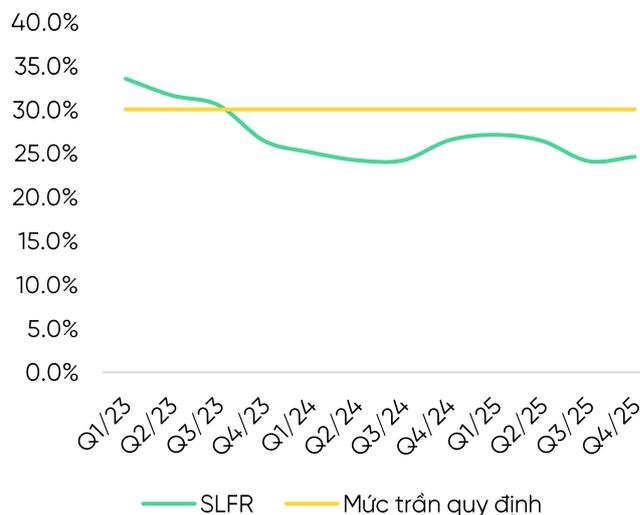
Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 17: Tỷ lệ LDR trong giai đoạn Q1/23 - Q4/25



Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 18: Tỷ lệ vốn NH cho vay trung dài hạn



Nguồn: TCB, VPBankS Research

Triển vọng 2026:

Hình 19: Giả định chính

Tỷ đồng	2025	% svck	2026	% svck	2027	% svck
Thu nhập lãi thuần	38,155	7.5%	45,705	19.8%	54,178	18.5%
NIM	3.8%	-48.1bps	3.8%	9.1bps	4.0%	14.1bps
Tăng trưởng tín dụng	20.7%	-105.4bps	15.9%	-478.1bps	17.0%	106.5bps
Thu nhập ngoài lãi	15,236	32.7%	17,631	15.7%	18,962	7.5%
Tổng thu nhập hoạt động	53,391	13.6%	63,337	18.6%	73,139	15.5%
Chi phí hoạt động	(16,432)	6.9%	(19,493)	18.6%	(22,364)	14.7%
Tỷ lệ CP/thu nhập	30.8%	-193.1bps	30.8%	0.0bps	30.6%	-20.0bps
Lợi nhuận trước dự phòng	36,959	16.9%	43,843	18.6%	50,775	15.8%
Chi phí dự phòng	(4,421)	8.3%	(4,828)	9.2%	(5,436)	12.6%
Chi phí tín dụng	0.63%	-7.8bps	0.58%	-5.0bps	0.56%	-2.1bps
Lợi nhuận trước thuế	32,538	18.2%	39,016	19.9%	45,339	16.2%
Lợi nhuận sau thuế	25,290	17.5%	30,325	19.9%	35,240	16.2%
Tỷ lệ nợ xấu	1.1%	-5.6bps	0.9%	-14.7bps	0.8%	-11.1bps
Chi phí tín dụng	0.6%	-7.8bps	0.6%	-5.0bps	0.6%	-2.1bps
Tỷ lệ xóa nợ	0.3%	-16.8bps	0.4%	10.0bps	0.4%	0.0bps

Nguồn: TCB, VPBankS Research

Tăng trưởng tín dụng 2026 chậm lại

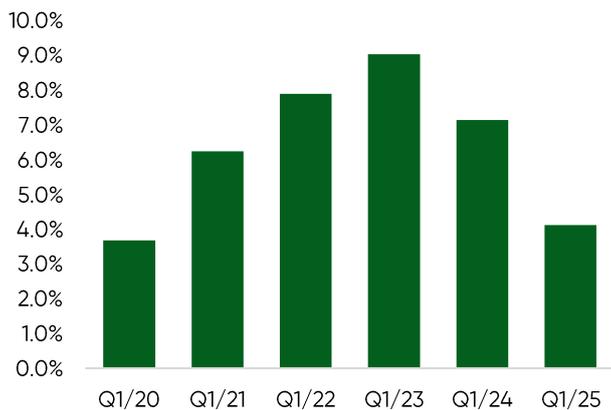
Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của TCB trong Q1/26 sẽ duy trì ở mức thấp, không quá 3% so với Q4/25, phù hợp với quy định giới hạn tăng trưởng theo quý không vượt quá 25% hạn mức tín dụng cả năm (tương đương 12% svck).

Theo quan điểm của chúng tôi, định hướng tăng trưởng tín dụng năm 2026 của NHNN có thể tạo áp lực ngắn hạn lên tăng trưởng tín dụng của TCB, đặc biệt trong bối cảnh tỷ trọng cho vay bất động sản vẫn ở mức cao. Tính đến Q4/25, dư nợ liên quan đến bất động sản chiếm 62.3% tổng dư nợ khách hàng, bao gồm cả cho vay DN bất động sản và cho vay cá nhân mua nhà; trong đó cho vay DN bất động sản chiếm 28.9% tổng dư nợ. Khi NHNN ưu tiên dòng vốn vào các lĩnh vực sản xuất, TCB sẽ cần thời gian để điều chỉnh giải ngân và tái cơ cấu danh mục tín dụng.

Ở phía nguồn vốn, chúng tôi ghi nhận lãi suất huy động của TCB đã giảm nhẹ trong tháng 2/2026. Chúng tôi cho rằng hạn mức tín dụng thấp trong Q1/26 giúp TCB giảm nhu cầu vốn trong ngắn hạn, qua đó hỗ trợ duy trì chi phí vốn ổn định, đặc biệt sau khi lãi suất huy động có xu hướng tăng trở lại trong Q4/25.

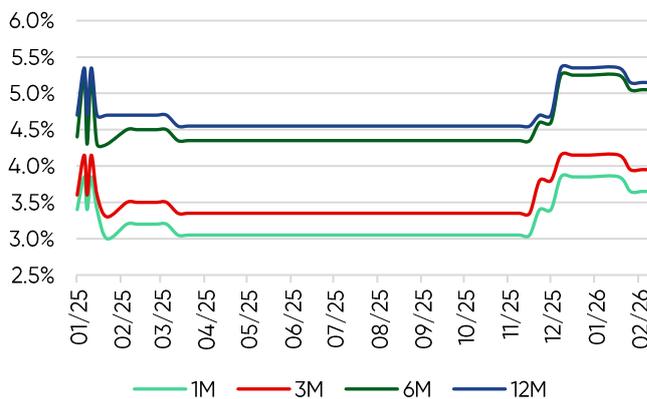
Trong năm 2026, chúng tôi dự phóng thận trọng tăng trưởng tín dụng của TCB khoảng 16%, với dự địa tăng nếu hạn mức tín dụng được nới lỏng trong nửa cuối năm khi cơ cấu danh mục cho vay phù hợp hơn với định hướng điều hành. Chúng tôi đánh giá tích cực hơn về triển vọng của TCB trong trung hạn nhờ chiến lược tái cơ cấu danh mục tín dụng đang được triển khai từ nửa cuối 2025. Theo đó, ban lãnh đạo TCB định hướng giảm dần tỷ trọng cho vay chủ đầu tư bất động sản xuống 20–25% trong giai đoạn 2025–2030, đồng thời phân bổ vốn sang các lĩnh vực ưu tiên như hạ tầng, y tế, hàng tiêu dùng nhanh và tiện ích. Bên cạnh đó, TCB cũng tăng cường tập trung vào các phân khúc bán lẻ có lợi suất cao như cho vay tín chấp, cho vay mua nhà và cho vay ký quỹ.

Hình 20: Tăng trưởng tín dụng của TCB trong quý 1 hàng năm



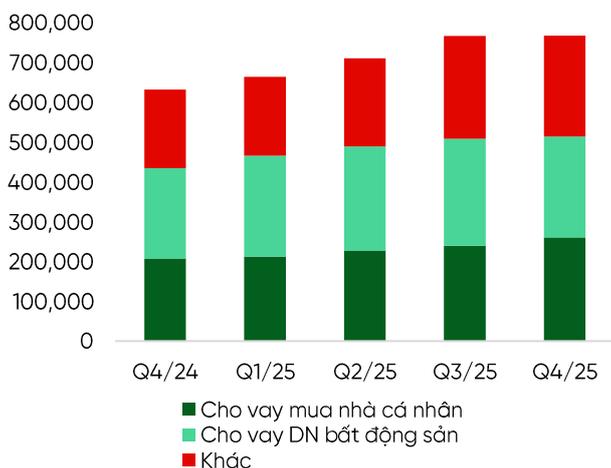
Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 21: Lãi suất huy động đầu năm 2026 của TCB giảm nhẹ so với Q4/25



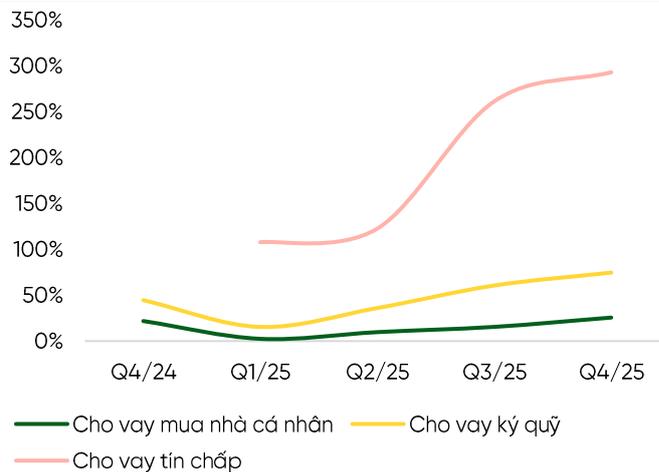
Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 22: Lĩnh vực BĐS đóng góp tỷ trọng lớn trong danh mục cho vay của TCB



Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 23: TCB tăng tỷ trọng với các lĩnh vực cho vay KH cá nhân mang lại lợi suất cao (% so với đầu năm)



Nguồn: TCB, VPBankS Research

Lợi thế CASA tiếp tục hỗ trợ cải thiện NIM

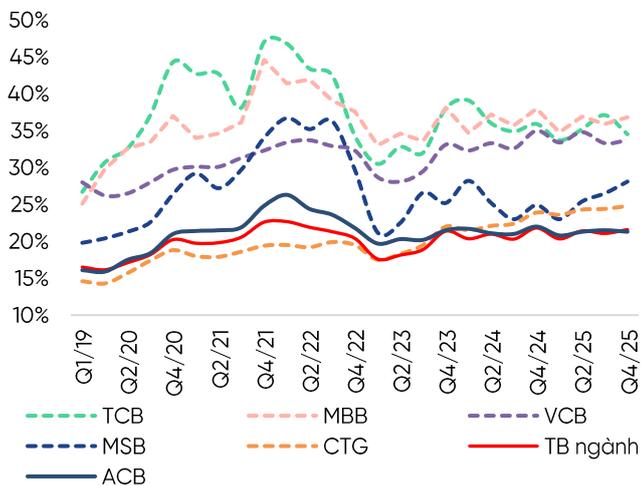
TCB tiếp tục duy trì lợi thế chi phí vốn nhờ nền tảng CASA dẫn đầu ngành. Trong Q4/25, chi phí vốn của TCB vẫn ở mức thấp nhất trong nhóm ngân hàng (ngoại trừ các ngân hàng quốc doanh), nhờ tỷ lệ CASA cao nhất trong các ngân hàng cùng nhóm.

Trong năm 2026, chúng tôi cho rằng huy động CASA toàn ngành có thể chịu áp lực khi lãi suất huy động có xu hướng tăng. Tuy nhiên, các ngân hàng sở hữu hệ sinh thái mạnh trong các lĩnh vực như bất động sản, thương mại điện tử, viễn thông và doanh nghiệp lớn sẽ có lợi thế trong việc duy trì dòng tiền giao dịch ổn định và duy trì tỷ lệ CASA cao. Trong bối cảnh đó, TCB nổi bật với chiến lược ưu tiên nền tảng số, tinh giản hành trình sử dụng dịch vụ của người dùng, cá nhân hóa giao diện và tích hợp ứng dụng ngân hàng với hệ sinh thái bất động sản và bán lẻ. Nhờ đó, số lượng khách hàng sử dụng TCB làm ngân hàng giao dịch chính tăng hơn 40% trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2026, qua đó củng cố thêm lợi thế chi phí vốn.

Dựa trên phân tích giai đoạn 2018–2025, cứ mỗi 100 điểm cơ bản tăng của CASA giúp giảm khoảng 10 điểm cơ bản chi phí huy động và tương đương giảm khoảng 10 điểm cơ bản tổng chi phí vốn. Lợi thế cấu trúc này đặc biệt quan trọng trong bối cảnh thanh khoản thắt chặt và cạnh tranh huy động gia tăng, giúp TCB kiểm soát tốt chi phí vốn và bảo vệ

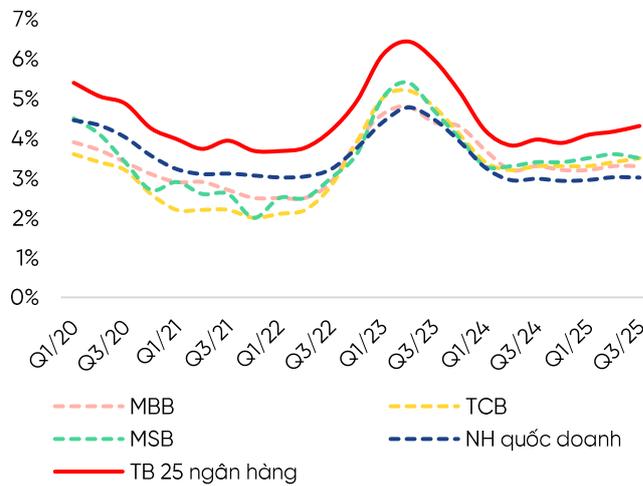
NIM. Theo đó, chúng tôi dự phóng chi phí vốn của TCB sẽ tăng khoảng 14 điểm cơ bản trong năm 2026. Đồng thời, định hướng tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống khoảng 15% của NHNN – thấp hơn mức 16% đầu năm 2025 – có thể tạo dư địa cho các ngân hàng điều chỉnh lãi suất cho vay khi tiến gần hạn mức tín dụng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng NIM của TCB tăng 9 điểm cơ svck lên 3.8% trong năm 2026.

Hình 24: Nhóm ngân hàng dẫn đầu về CASA đang duy trì mức chi phí vốn thấp nhất



Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 25: Theo ước tính, các ngân hàng có tỷ lệ CASA cao duy trì chi phí vốn thấp hơn 80-100đcb so với ngành



Nguồn: TCB, VPBankS Research

Lợi nhuận trước thuế duy trì đà tăng trưởng tích cực

Tổng hợp các yếu tố trên, chúng tôi dự phóng lợi nhuận trước thuế của TCB tăng 19.9% svck trong năm 2026, được thúc đẩy bởi ba động lực chính:

- NIM dự kiến tăng nhẹ 9 điểm cơ bản svck lên 3.8%, nhờ lợi suất tài sản tăng 25 điểm cơ bản svck, trong khi chi phí vốn vẫn được kiểm soát ở mức 3.5% (+14 điểm cơ bản svck).
- Tăng trưởng tín dụng ước đạt khoảng 16%, phản ánh danh mục cho vay đa dạng hơn và tương đồng với mức tăng trưởng toàn ngành.
- Chi phí dự phòng dự kiến tăng nhẹ 9.2% svck, nhờ tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao đạt 128.1% trong năm 2025, qua đó giúp giảm áp lực trích lập trong năm 2026. Chúng tôi cho rằng chất lượng tài sản của TCB sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2026 nhờ (1) danh mục tín dụng được đa dạng hóa và giảm dần tỷ trọng cho vay bất động sản, (2) môi trường vĩ mô ổn định hỗ trợ dòng tiền và khả năng trả nợ của khách hàng cá nhân và SME, và (3) việc luật hóa Nghị quyết 42/2017/QH14 về xử lý nợ xấu, giúp hoàn thiện khung pháp lý cho xử lý tài sản đảm bảo và thúc đẩy hoàn nhập dự phòng.

ĐỊNH GIÁ: Khả quan với giá mục tiêu là 40,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng kết hợp hai phương pháp thu nhập thặng dư và định giá P/B với tỷ trọng bằng nhau để đưa ra giá mục tiêu của TCB ở mức 40,000 đồng/cổ phiếu.

Trong mô hình định giá, chúng tôi duy trì giả định chi phí vốn chủ sở hữu với lãi suất phi rủi ro là 4.0%, phần bù rủi ro cổ phiếu là 8.0% và beta trung bình ở mức 1.1 lần.

Đối với phương pháp định giá P/B, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của TCB dựa trên BVPS năm 2026F là 27,276 đồng/cổ phiếu, áp dụng mức P/B mục tiêu 1.4x. Hiện tại, TCB đang giao dịch tại mức P/B 1.2x, thấp hơn 19.1% so với trung bình ngành. Định giá này dựa trên mức P/B forward mục tiêu 1.4x (tương đương trung bình 5 năm), cùng với giả định tăng trưởng dư nợ tín dụng bình quân 16.9% trong giai đoạn 2025–2027F và CAGR lợi nhuận trước thuế đạt 18.0% trong cùng kỳ.

Hình 26: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đồng/cp)	Đóng góp (đồng/cp)
Thu nhập thặng dư	50%	42,637	21,319
Định giá P/B	50%	37,310	18,655
Giá mục tiêu (làm tròn)			40,000

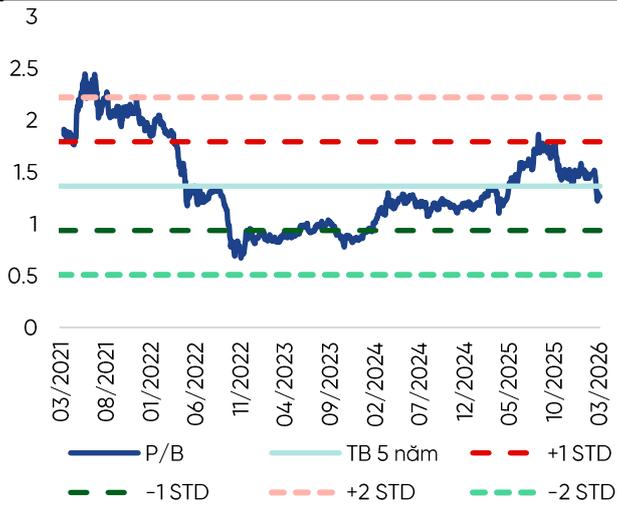
Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 27: Phương pháp thu nhập thặng dư

Các giả định	2026	2027	2028	2029	Năm
Lãi suất phi rủi ro (lãi suất TPCP kì hạn 10 r)	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Beta	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Chi phí vốn chủ sở hữu	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
% ROE	16.9%	17.3%	18.5%	19.3%	16.9%
Tăng trưởng dài hạn					3.0%
Giá trị sổ sách cuối kì	203,537	232,616	269,777	316,047	
% ROE	16.9%	17.3%	18.5%	19.3%	16.9%
Thu nhập thặng dư	7,636	9,513	13,712	17,891	141,099
Giá trị chiết khấu	0.9	0.8	0.7	0.6	
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	6,779	7,498	9,595	11,114	87,650
Giá trị sổ sách đầu kỳ	179,501				
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	34,985				
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (nội)	87,650				
Giá trị vốn chủ sở hữu	302,137				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	7,086				
Giá trị 1 cổ phiếu (đ/cp)	42,637				

Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 28: P/B của TCB so với dữ liệu lịch sử



Nguồn: TCB, VPBankS Research

Hình 29: P/B của TCB so với ngành



Nguồn: TCB, VPBankS Research

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2023	2024	2025E	2026F
TN lãi và các khoản TN tương tự	56,708	60,089	68,017	82,526
Chi phí lãi và các khoản tương tự	(29,017)	(24,581)	(29,862)	(36,820)
TN lãi thuần	27,691	35,508	38,155	45,705
TN phi & hoa hồng thuần	8,715	8,042	8,772	9,561
TN ngoài lãi khác	3,655	3,440	6,464	8,070
Tổng TN ngoài lãi	12,370	11,482	15,236	17,631
Tổng TN hoạt động	40,061	46,990	53,391	63,337
Chi phí HD và quản lý chung	(13,252)	(15,370)	(16,432)	(19,493)
LN thuần từ HDKD trước dự phòng	26,809	31,621	36,959	43,843
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(3,921)	(4,082)	(4,421)	(4,828)
Lợi nhuận trước thuế	22,888	27,538	32,538	39,016
Thuế thu nhập DN	(4,697)	(5,778)	(6,584)	(7,894)
Lợi nhuận sau thuế	18,004	21,523	25,290	30,325

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2022	2024	2025E	2026F
Tiền mặt & tiền gửi tại NHNN	30,761	57,738	86,524	95,343
Cho vay liên ngân hàng	104,072	84,590	114,958	132,202
Chứng khoán đầu tư	109,427	157,624	150,342	154,399
Cho vay khách hàng	512,514	623,634	757,119	880,950
Dư nợ cho vay góp	518,642	631,725	767,617	892,739
Dự phòng rủi ro tín dụng	(6,128)	(8,091)	(10,498)	(11,789)
Tài sản cố định ròng	3,528	6,577	6,344	6,537
Tài sản khác	80,543	39,501	68,001	72,508
Tổng tài sản	849,482	978,799	1,192,344	1,351,119
Vay NHNN	0	12	4,324	4,324
Nhận tiền gửi từ TCTD khác	153,173	132,239	144,983	159,481
Tiền gửi khách hàng	454,661	533,392	618,912	714,037
Giấy tờ có giá	84,703	140,422	215,330	258,396
Các khoản phải trả khác	25,329	23,862	26,877	11,344
Tổng nợ phải trả	717,866	830,859	1,012,843	1,147,583
Vốn chủ sở hữu	36,257	78,413	78,626	78,626
Quỹ dự trữ	45,029	24,787	28,645	28,645
Lợi nhuận chưa phân phối	49,013	42,219	62,774	86,012
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	131,616	147,940	179,501	203,537
Tổng nguồn vốn	849,482	978,799	1,192,344	1,351,119

Các chỉ số tài chính	2023	2024	2025E	2026F
Chỉ số định giá				
P/B	0.9	1.2	1.0	1.1
EPS	2,557	3,051	3,574	4,279
Tăng trưởng (% svck)				
Tăng trưởng dư nợ cho vay	23.3%	21.8%	21.5%	16.3%
Tăng trưởng tiền gửi	26.9%	17.3%	16.0%	15.4%
Tăng trưởng TN lãi thuần	0.0%	28.2%	7.5%	19.8%
Tăng trưởng TN ngoài lãi	20.8%	-7.2%	32.7%	15.7%
Tăng trưởng tổng TN hoạt động	-1.2%	17.3%	13.6%	18.6%
Tăng trưởng PPOP	-2.5%	17.9%	16.9%	18.6%
Tăng trưởng LN trước thuế	-10.5%	20.3%	18.2%	19.9%
Tăng trưởng LN sau thuế	-10.7%	19.5%	17.5%	19.9%
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Chỉ số sinh lời				
Lợi suất tài sản sinh lãi	8.3%	7.2%	6.7%	6.9%
Chi phí vốn	4.6%	3.3%	3.3%	3.5%
Biên lãi ròng (NIM)	4.0%	4.2%	3.8%	3.8%
Tỷ lệ chi phí/ TN (CIR)	33.1%	32.7%	30.8%	30.8%
Biên lợi nhuận ròng	44.9%	45.8%	47.4%	47.9%
ROAA	2.3%	2.4%	2.3%	2.4%
ROAE	14.7%	15.4%	15.4%	15.8%
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.86%	0.70%	0.50%	0.50%
Tỷ lệ nợ xấu	1.16%	1.12%	1.07%	0.92%
Tỷ lệ xóa nợ	0.57%	0.46%	0.30%	0.40%
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLR)	102.1%	113.9%	128.1%	143.4%

Nguồn: TCB, VPBankS Research

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, phường Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn