

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

Hoàn thiện chuỗi giá trị sản phẩm tài chính

KHẢ QUAN

Nguyễn Xuân Hải

Email: hai.nguyentuan@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành:	Ngân hàng
Ngày báo cáo:	26/06/2025
Giá hiện tại (VND/CP):	33.800
Giá mục tiêu (VND/CP):	36.800
Tỷ lệ tăng (%):	8,9%
Vốn hóa (Tỷ VND):	238.792
SLCPĐLH (Triệu CP):	7.065

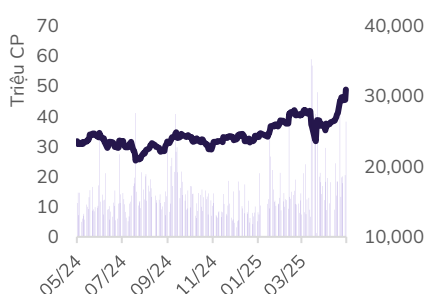
CHỈ SỐ QUAN TRỌNG

Mã cổ phiếu	TCB	Ngành
P/E	11.28	9,3
P/B	1,59	1,46
ROE	14,73%	16,08%
ROA	2,23%	1,49%

KQKD (tỷ đồng)	2023	2024
Thu nhập lãi thuần	27.691	35.508
Tổng thu nhập hoạt động	40.061	46.990
LNTT	22.888	27.538
NIM (%)	4,02%	4,21%

Nguồn: BCTC, ABS tổng hợp

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: FiinPro, ABS Research

Luận điểm đầu tư

- Kết quả kinh doanh Q1/2025 của TCB ghi nhận sự đi lùi nhẹ với LNTT đạt 7.236 tỷ đồng (-7,2% svck) do thu nhập lãi thuần sụt giảm và hoạt động dịch vụ suy yếu.
- Tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng tăng nhẹ lên mức 1,17% (tăng 5 điểm cơ bản so với quý trước và 4 điểm cơ bản svck). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cũng sụt giảm nhẹ xuống mức 111,6% (giảm 2,3 điểm phần trăm sv quý trước và tăng 5,5 điểm phần trăm svck).
- Chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận của TCB trong năm 2025 sẽ khả quan dựa trên những yếu tố sau:**
 - ✓ Tín dụng dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng khả quan đi cùng với thị trường bán lẻ và bất động sản đều đang hồi phục tích cực.
 - ✓ NIM dự kiến sẽ tiếp tục chịu áp lực trong ngắn hạn nhưng hồi phục nhẹ vào cuối năm hỗ trợ cho thu nhập lãi thuần.
 - ✓ Thu nhập ngoài lãi dự kiến khả quan với động lực thúc đẩy chủ yếu đến từ việc thành lập và mua lại công ty bảo hiểm giúp hồi phục doanh thu banca, tư vấn phát hành khởi sắc hơn và tăng cường các hoạt động thu hồi xử lý nợ xấu. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng TCBS tiếp tục duy trì Top 3 thị phần môi giới trên sàn HOSE nhờ chiến lược cạnh tranh về phí giao dịch.
- Chúng tôi dự phóng LNTT năm 2025 của TCB đạt 31.545 tỷ đồng (+14,5% YoY) với BVPS 2025F là 24.085 đ/cp. Giá mục tiêu là 36.800 đ/cp và tiềm năng tăng giá 8,9% từ giá hiện tại.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với TCB.
- Rủi ro giảm giá:** Tỷ lệ nợ xấu tăng cao.

(Tỷ VND, %)	2023	2024	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	40.061	46.990	53.223	65.690
LNTT	22.888	27.538	31.545	39.378
% svck	-2,5%	17,9%	13,9%	24,3%
Tăng trưởng tín dụng (%)	21,57%	21,72%	20,13%	21,12%
Tăng trưởng huy động vốn (%)	26,86%	17,32%	15,50%	17,00%
ROE (%)	14,73%	15,42%	15,45%	16,43%
NIM (%)	4,02%	4,21%	4,02%	4,25%
CIR (%)	33,08%	32,71%	32,30%	31,80%
NPL (%)	1,16%	1,12%	1,17%	1,10%
LLCR (%)	102%	114%	114%	118%
BVPS (VND)	36.990	20.583	24.085	28.456
P/B (x)	0,66	1,65	1,42	1,20

Nguồn: TCB, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA TCB Q1/2025 & NĂM 2024

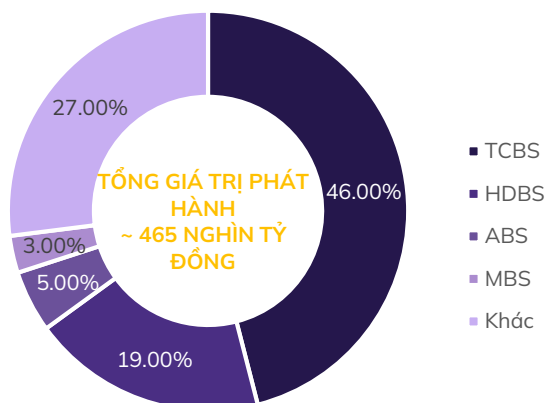
Chỉ tiêu	1Q 2024	1Q 2025	%svck	2023	2024	%svck
Thu nhập lãi thuần (Tỷ đồng)	8.500	8.305	-2,3%	27.691	35.508	28,2%
Thu nhập thuần ngoài lãi (Tỷ đồng)	3.762	3.306	-12,1%	12.370	11.482	-7,2%
Tổng thu nhập hoạt động (Tỷ đồng)	12.262	11.611	-5,3%	40.061	46.990	17,3%
Chi phí hoạt động (Tỷ đồng)	3.249	3.285	1,1%	13.252	15.370	16,0%
CIR (%)	26,5%	28,3%		33,1%	32,7%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (Tỷ đồng)	1.211	1.090	-10,0%	3.921	4.082	4,1%
Lợi nhuận trước thuế (Tỷ đồng)	7.802	7.236	-7,2%	22.888	27.538	20,3%
NIM (%)	4,40%	3,59%		4,02%	4,21%	
Chi phí tín dụng (%)	0,90%	0,67%		0,84%	0,71%	
ROA (%)	2,87%	2,42%		2,35%	2,38%	
ROE (%)	18,5%	15,8%		14,7%	15,4%	

Nguồn: TCB, ABS Research

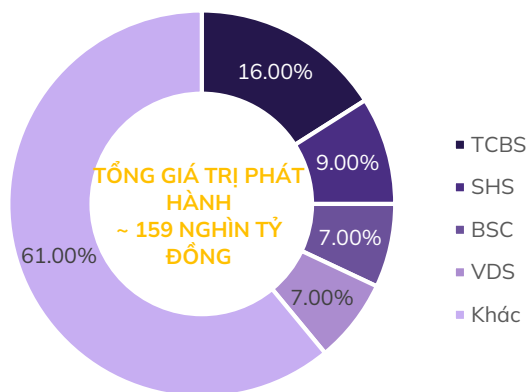
• Kết quả kinh doanh của TCB đi lùi nhẹ trong Q1/2025

- ✓ Tổng thu nhập hoạt động trong quý 1/2025 đạt 11.611 tỷ đồng, giảm 5,3% svck. Lợi nhuận trước thuế đạt 7.236 tỷ đồng, giảm 7,2% svck. Nguyên nhân chủ yếu dẫn sự suy yếu trong kết quả kinh doanh đến từ biên lãi thuần sụt giảm và thu nhập ngoài lãi gặp khó khăn.
- ✓ Thu nhập lãi thuần (NII) quý 1/2025 đạt 8.305 nghìn tỷ đồng, giảm nhẹ 2,3% svck. Trong đó:
 - Dự nợ tín dụng đạt mức 711 nghìn tỷ (+4,1% sv đầu năm), tuy có thấp hơn mức tăng đạt được cùng kỳ năm ngoái (+7,1% sv đầu năm) nhưng cao hơn so với trung bình toàn ngành (+3,9% sv đầu năm). Động lực tăng trưởng chính đến từ cho vay khách hàng, trong khi đó dư nợ trái phiếu doanh nghiệp sụt giảm so với cuối năm 2024 (-7,4% sv quý trước). Về cơ cấu cho vay khách hàng, tín dụng doanh nghiệp tăng trưởng 4,3% so với đầu năm lên mức 415,4 nghìn tỷ đồng. Nhóm ngành dẫn đầu về tốc độ tăng trưởng là Tiện ích và Viễn thông (+14,6% sv đầu năm), theo ngay sau là nhóm ngành bất động sản khi thị trường dần hồi phục, đặc biệt là thị trường phía Nam. Tín dụng khách hàng cá nhân tăng 3,8% YTD với sự cải thiện tích cực đến từ dư nợ cho vay ký quỹ (+17,6% sv đầu năm) nhờ VN-Index tăng 3,2% chỉ trong 3 tháng đầu năm.
 - NIM trong Q1/2025 giảm xuống 3,59% từ mức 3,87% của Q4/2024, đây là quý thứ 3 liên tiếp NIM giảm sau khi tạo đỉnh vào Q1/2024. Nguyên nhân chính là do ngân hàng tiếp tục tung ra các gói và chính sách vay ưu đãi nhằm hỗ trợ khách hàng trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt giữa các ngân hàng. Lợi suất sinh lời của tài sản đạt 6,5%, giảm từ mức 6,8% của quý trước, trong khi chi phí vốn gần như đi ngang so với quý trước, ở mức 3,3%.
- ✓ Thu nhập từ hoạt động ngoài lãi đạt 3.306 tỷ đồng giảm 12,1% svck. Trong đó, thu nhập từ hoạt động dịch vụ đạt 2.649 nghìn tỷ đồng, giảm 4,9% svck do tác động tiêu cực đến từ các mảng như:
 - Thu từ thư tín dụng (L/C), tiền mặt và thanh toán giảm mạnh -62,5% svck do nhu cầu về các sản phẩm tài trợ thương mại sụt giảm mạnh. Bên cạnh đó, sản phẩm UPAS L/C bị ảnh hưởng tiêu cực từ việc cạnh tranh gay gắt giữa các ngân hàng và thay đổi trong khung pháp lý khi Thông tư 21/2024/TT-NHNN quy định rõ sản phẩm UPAS L/C là một khoản tín dụng ngân hàng.
 - Thu phí từ dịch vụ thẻ giảm 22,9% svck do thay đổi về hạch toán kế toán cũng như các chiến dịch ưu đãi khách hàng.

Thị phần tư vấn phát hành TPDN năm 2024 (Trừ TPDN phát hành bởi các ngân hàng)



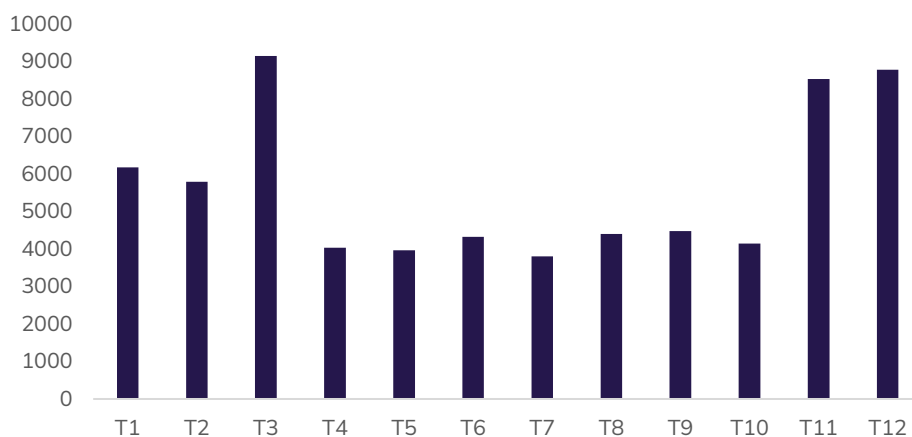
Thị phần tư vấn phát hành TPDN năm 2024



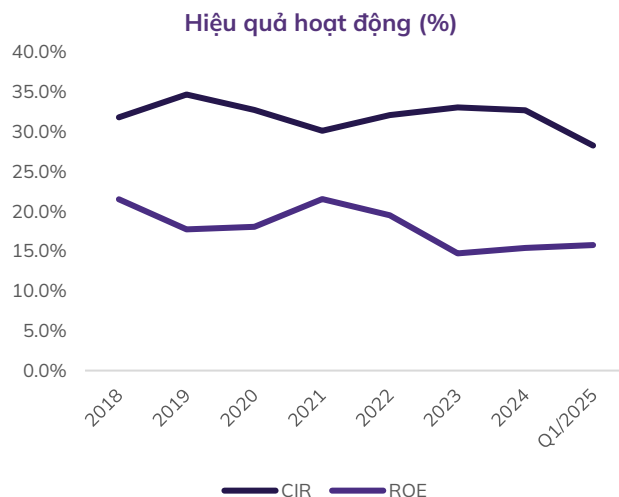
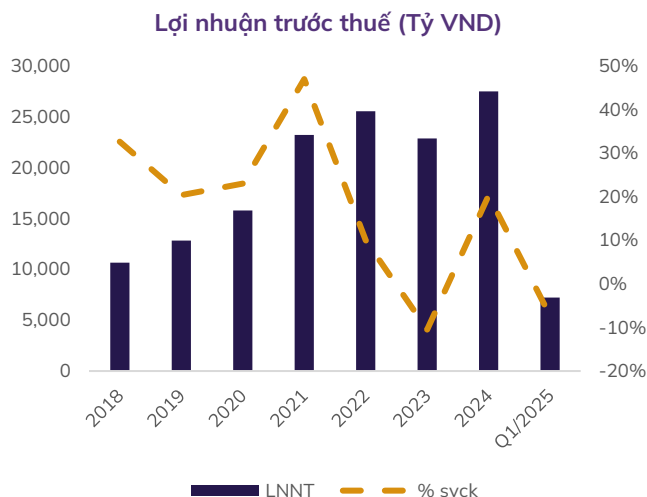
Nguồn: TCBS, ABS Research

- ✓ Tuy vậy, một số mảng khác giữ vững đà tăng trưởng tích cực như:
- Phí dịch vụ ngân hàng đầu tư tăng +44,4% svck với nguồn trái phiếu tư vấn phát hành mạnh mẽ trong các quý trước được đưa vào phân phối, đồng thời ghi nhận lợi nhuận tăng mạnh từ các hoạt động IB khác, đặc biệt là gia tăng phí quản lý quỹ của Techcom Capital, cho thấy niềm tin của các nhà đầu tư dần hồi phục vào thị trường vốn và vị thế dẫn đầu của TCBS trên thị trường trái phiếu.
 - Thu từ phí dịch vụ bảo hiểm bất tăng mạnh từ nền thấp cùng kỳ năm trước, tăng 26,7%. Việc chấm dứt thỏa thuận phân phối độc quyền các sản phẩm banca với Manulife đã mở ra thêm dư địa để ngân hàng triển khai các sản phẩm phân phối mới đưa phí bảo hiểm quy năm (APE) đứng thứ 3 toàn ngành.
 - Thu từ dịch vụ ngoại hối tăng mạnh 50,5% svck nhờ nhu cầu ngoại tệ của khách hàng hồi phục cùng với nền kinh tế.

Doanh số phân phối trái phiếu doanh nghiệp của TCBS trong năm 2024

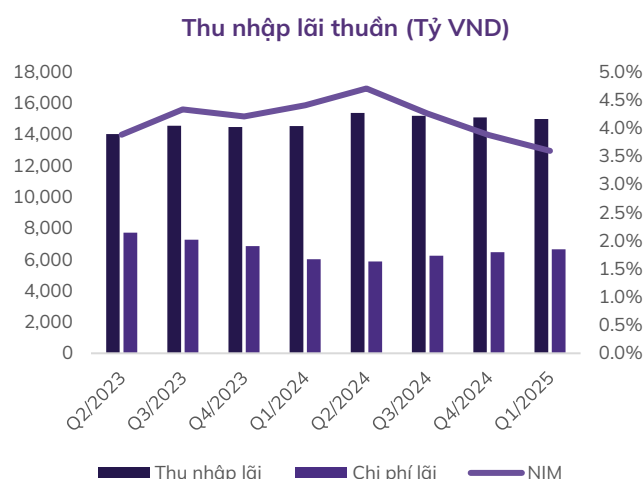
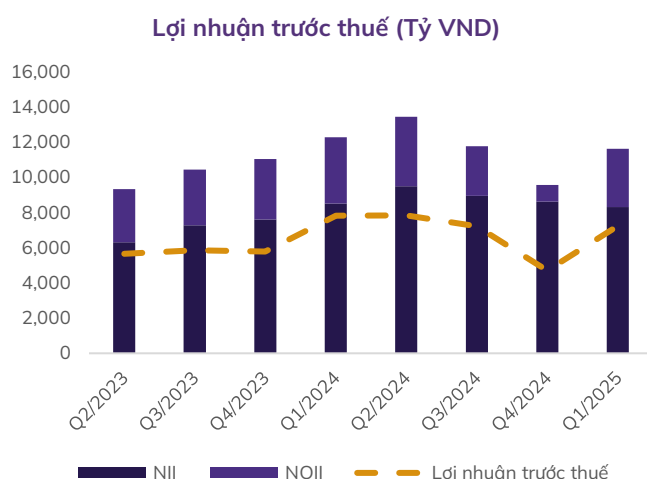


Nguồn: TCBS, ABS Research



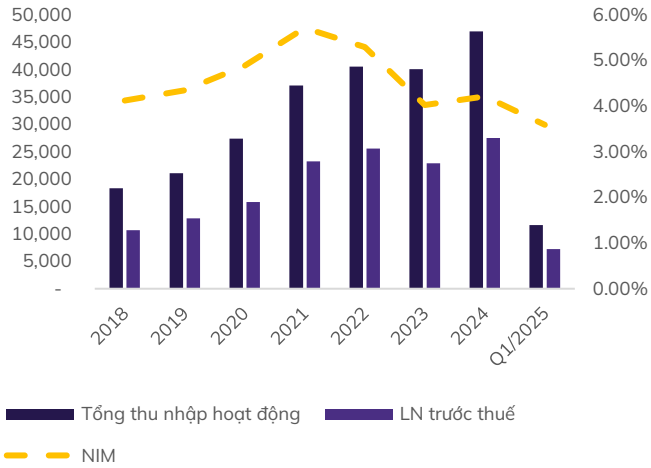
Nguồn: TCB, ABS Research

- ✓ Ngân hàng ghi nhận 370 tỷ đồng thu nhập thuần từ hoạt động khác (chưa bao gồm hoạt động thu hồi nợ), giảm 55,6% so với cùng kỳ năm trước, do nền cao của quý 1/2024 khi ghi nhận khoản lãi đột biến từ hoạt động kinh doanh chứng khoán và ngoại hối.
- ✓ Thu từ nợ xấu đã xóa đạt 286,8 tỷ đồng trong Q1/2025, tăng mạnh 99,6% so với cùng kỳ năm trước.
- ✓ Chi phí hoạt động ghi nhận 3.285 tỷ đồng, tăng nhẹ 1,1% svck nhưng giảm mạnh 30,7% sv quý trước do trong quý 4/2024 ngân hàng đẩy mạnh các khoản đầu tư phục vụ cho các dự án tiếp thị triển khai dịp đầu năm 2025. Cùng với xu hướng đó, tỷ lệ CIR đạt 28,3%, tăng 1,8 điểm phần trăm svck nhưng giảm 21,3 điểm phần trăm sv quý trước.
- ✓ Chi phí dự phòng ghi nhận 1.090 tỷ đồng, giảm 10% so với cùng kỳ. Nhờ vậy, chi phí tín dụng của ngân hàng trong quý 1/2025 giảm còn 0,7% so với mức 0,9% cùng kỳ năm trước, cho thấy ngân hàng vẫn đang quản trị rủi ro tốt trong bối cảnh kinh tế thế giới còn nhiều biến động.
- ✓ Tăng trưởng tiền gửi và chứng chỉ tiền gửi chỉ đạt 0,8%, thấp hơn đáng kể tăng trưởng tín dụng. Tỷ lệ CASA đạt 39% sụt giảm so với mức 42% cùng kỳ năm ngoái và 41% cuối năm 2024. Bên cạnh yếu tố mùa vụ thì dòng tiền có xu hướng dịch chuyển sang các kênh đầu tư khác như vàng và chứng khoán có tỷ suất sinh lời tốt hơn. Tuy vậy, TCB vẫn duy trì Top 2 NHTM có tỷ lệ CASA cao nhất (sau MBB). Gần đây, TCB ra mắt tính năng Sinh lời tự động 2.0 với nhiều ưu điểm vượt trội so với phiên bản trước đó như: thay vì số dư vượt ngưỡng 10 triệu đồng thì phiên bản mới cho phép sinh lời trên toàn bộ số dư trong tài khoản, ứng dụng công nghệ hiện đại và dữ liệu lớn từ đó tốc độ xử lý giao dịch được đẩy mạnh,..v.v. Đây sẽ là bàn đạp vững chắc để TCB cải thiện tỷ lệ CASA trong khoảng thời gian tới.

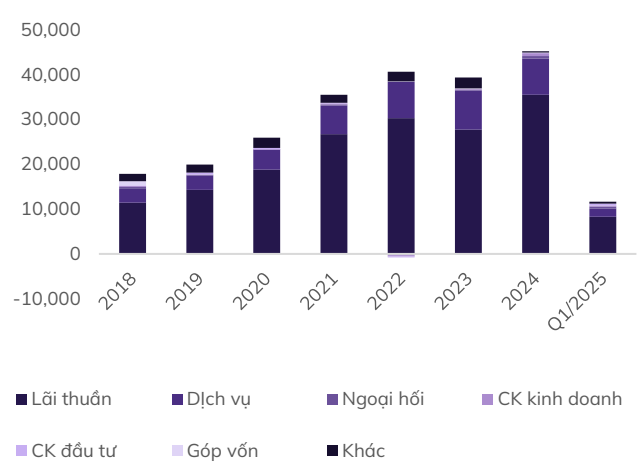


Nguồn: TCB, ABS Research

Tổng thu nhập hoạt động, LNTT (Tỷ VND) và NIM (%)



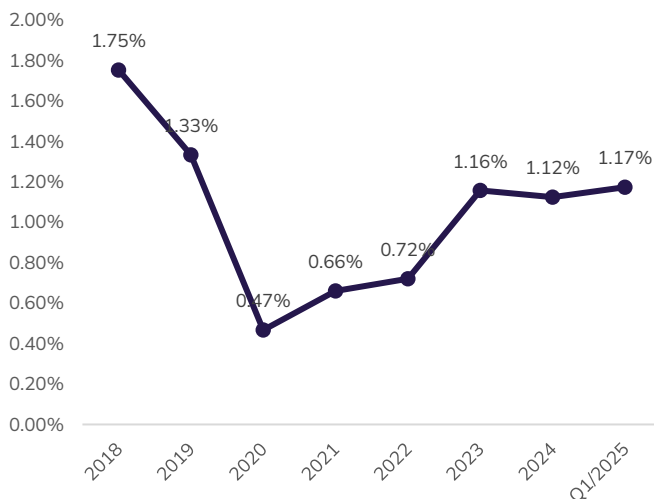
Cơ cấu tổng thu nhập của TCB (Tỷ VND)



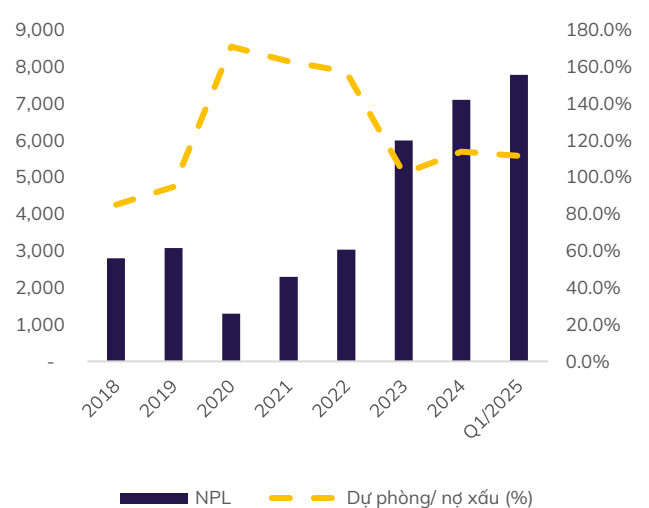
Nguồn: TCB, ABS Research

- ✓ **Chất lượng tài sản sụt giảm nhẹ** với tỷ lệ nợ xấu (bao gồm cả dư nợ cho vay ký quỹ) của TCB ở mức 1,17%, tăng 5 điểm cơ bản so với quý trước, trong bối cảnh cả ngành ngân hàng đang chứng kiến nợ xấu gia tăng. Tuy nhiên, đây vẫn là mức khá thấp trong ngành. Theo lãnh đạo ngân hàng chia sẻ, nguyên nhân chủ yếu dẫn đến nợ xấu tăng nhẹ là do biến động từ các khoản vay thế chấp của nhóm khách hàng lớn. Nợ xấu và nợ nhóm 2 lần lượt tăng 9,6% và 16,9% so với quý trước. Trong Q1/2025, TCB tích cực xử lý nợ xấu với 286,8 tỷ đồng đã được thu hồi, tăng mạnh 99,6% svck. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 111,6% giảm so với mức 113,9% cùng kỳ năm ngoái, nhưng ngân hàng vẫn một trong những NHTM có tỷ lệ này cao nhất trong hệ thống.
- ✓ Tỷ lệ LDR tăng lên 80,1% từ 77,1% trong quý trước đó nhưng vẫn dưới mức 85% do ngân hàng nhà nước quy định. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tăng lên 27,1% từ 26,5% quý trước đó và hệ số an toàn vốn dẫn đầu ngành, đạt 15,3% cao hơn nhiều so với ngưỡng quy định 8% và trung bình ngành, là cơ sở vững chắc giúp ngân hàng đối phó với những rủi ro thị trường.

Tỷ lệ nợ xấu (%)

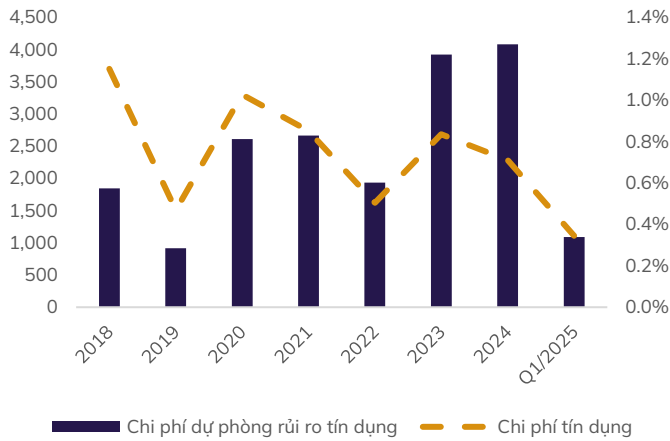


Giá trị nợ xấu (Tỷ VND) và tỷ lệ bao phủ nợ xấu (%)

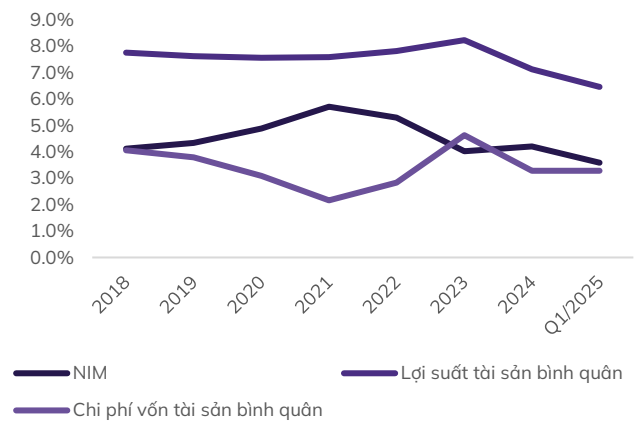


Nguồn: TCB, ABS Research

Chi phí dự phòng (Tỷ VND) và chi phí tín dụng (%)



NIM (%)



Nguồn: TCB, ABS Research

• Cập nhật hoạt động các công ty trong hệ sinh thái

Chứng khoán

- ✓ Ngành chứng khoán hiện tại đã và đang dịch chuyển theo 2 hướng chủ đạo. Một là liên kết với các ngân hàng thương mại, quỹ để hoàn thiện hệ sinh thái và làm quản lý gia sản. Hai là đẩy mạnh đầu tư vào công nghệ, nền tảng giúp khách hàng cá nhân tự giao dịch trong bối cảnh mặt bằng phí giao dịch sụt giảm mạnh. TCBS thuộc nhóm CTCK tiên phong đẩy mạnh theo cả hai hướng với định hướng công ty là Wealthtech (Wealth là quản lý gia sản; Tech là công nghệ). Với chiến lược khác biệt và hiệu quả, TCBS hiện đang đứng trong top đầu tại nhiều mảng kinh doanh trong ngành chứng khoán (môi giới chứng khoán, cho vay ký quỹ, tư vấn phát hành và phân phối trái phiếu).
- ✓ Trong quý 1/2025, TCBS ghi nhận kết quả kinh doanh ấn tượng với 1.310 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, tăng 12,9% svck và tăng 40,4% sv quý trước. TCBS tiếp tục duy trì các chỉ số sinh lời thuộc nhóm cao nhất ngành với ROE đạt 15% và ROA đạt 8%.
 - Mảng cho vay ký quỹ: Kết thúc quý 1/2025, TCBS tiếp tục củng cố vị trí đứng đầu thị phần cho vay ký quỹ khi dư nợ cho vay đạt mức kỷ lục 30.472 tỷ đồng, tăng 18% so với cuối quý 4/2024. Trong khi dư nợ cho vay/vốn chủ sở hữu đạt 1,1x thấp hơn nhiều mức trần quy định là 2,0x, cho thấy TCBS vẫn còn rất nhiều dư địa để mở rộng hoạt động cho vay.
 - Mảng kinh doanh nguồn vốn và phân phối trái phiếu: Lũy kế 3 tháng đầu năm, TCBS đã phân phối gần 18.000 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp đến nhà đầu tư cá nhân, tiếp tục giữ vững vị thế dẫn đầu thị trường trái phiếu.
 - Mảng môi giới và lưu ký chứng khoán: TCBS duy trì vị trí số 3 về thị phần môi giới cổ phiếu trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE), và vị trí số 2 về thị phần trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX), với lần lượt thị phần lần lượt trên 2 sàn là 7,49% và 7,7%.
 - Mảng ngân hàng đầu tư: Sau khi trải qua giai đoạn khủng hoảng bất động sản và trái phiếu cuối năm 2022 và đầu năm 2023, mảng ngân hàng đầu tư tiếp tục là thế mạnh của TCBS khi ghi nhận mức lợi nhuận dẫn đầu thị trường với 414 tỷ đồng trong quý 1/2025.
- ✓ Với chiến lược khác biệt và sự hỗ trợ từ ngân hàng mẹ, TCBS đã và sẽ đóng góp một phần lợi nhuận không nhỏ vào kết quả kinh doanh chung của TCB.
- ✓ Trong tháng 3/2025, Bộ Tài chính đã báo cáo Chính phủ ban hành nghị quyết, cho phép thí điểm xây dựng, đưa vào vận hành sàn giao dịch tiền ảo, tài sản ảo. Việc thí điểm sàn giao dịch sẽ tạo tiền đề để xây dựng khung pháp lý, quản lý minh bạch và kiểm soát rủi ro cũng như tạo điều kiện cho các công ty công nghệ tài chính (fintech), blockchain hoạt động hợp pháp, từ đó thúc đẩy đổi mới sáng tạo. Một vài công ty chứng khoán trong đó có TCBS được kỳ vọng tham gia

vận hành sàn giao dịch tiền ảo. Gần đây, TCBS đã tích hợp bảng giá tài sản mã hoá trên nền tảng giao dịch chứng khoán trực tuyến giúp các khách hàng có thể cập nhật thông tin nhanh chóng và kịp thời.

- ✓ Theo Báo cáo năm 2024 của Chainalysis (tổ chức hàng đầu trong phân tích blockchain), Việt Nam đứng thứ năm toàn cầu về mức độ quan tâm tới tiền mã hóa và xếp thứ ba về mức độ sử dụng các nền tảng giao dịch quốc tế. Hiện có khoảng 17 triệu người Việt sở hữu tiền mã hóa, với tổng giá trị thị trường vượt 100 tỉ đô la Mỹ. Việc đón đầu xu thế giúp TCBS đa dạng hóa sản phẩm, tăng doanh thu, nâng cao năng lực cạnh tranh và tiếp cận nhóm nhà đầu tư mới trong lĩnh vực hàng trăm tỷ USD này.
- ✓ Trong tháng 6 vừa qua, TCBS đã hoàn tất đợt chào bán gần 119 triệu cổ phiếu riêng lẻ với 25 nhà đầu tư chuyên nghiệp. Cụ thể, Chủ tịch HĐQT Nguyễn Xuân Minh đã tham gia mua hơn 106 triệu cổ phiếu đưa tổng số lượng cổ phần nắm giữ tại TCBS lên hơn 168 triệu cổ phiếu tương đương với tỷ lệ 8,09%. Sau đợt chào bán, vốn điều lệ của TCBS đã tăng từ 19.613 tỷ đồng lên gần 20.802 tỷ đồng, đưa công ty trở thành CTCK có vốn điều lệ lớn nhất.
- ✓ Trong ĐHCĐ 2025, ban lãnh đạo cho biết, hiện nay ngân hàng đang làm việc với một vài các nhà đầu tư lớn cho quá trình IPO TCBS. Vào cuối tháng 6/2025, TCBS đã thông qua Nghị quyết về phương án IPO và phương án sử dụng vốn thu được từ đợt chào bán. Cụ thể hơn, TCBS dự kiến chào bán hơn 231 triệu cổ phiếu, tương đương 11,11% vốn. Vốn điều lệ TCBS dự kiến tăng lên mức 23.113 tỷ đồng sau đợt chào bán trên, tiếp tục đứng đầu trong ngành chứng khoán nếu tại thời điểm đó chưa CTCK nào khác tăng vượt qua số vốn điều lệ trên. Thời gian thực hiện dự kiến trong quý 3/2025 đến quý 1/2026. Việc IPO TCBS có thể giúp TCB được tái định giá trong năm.

Bảo hiểm

- ✓ Vào tháng 3/2025, TCB thông qua triển khai Phương án góp vốn, mua cổ phần để thành lập CTCP Bảo hiểm Nhân thọ Kỹ Thương (TCLife), với dự kiến góp vốn 1,040 tỷ đồng, tương đương sở hữu 80% cổ phần (TCLife có vốn điều lệ 1,300 tỷ đồng). TCLife dự kiến kinh doanh 7 nghiệp vụ bảo hiểm nhân thọ và 2 nghiệp vụ bảo hiểm sức khỏe.
- ✓ Đồng thời, công ty cũng thông qua phương án mua lại cổ phần để CTCP Bảo hiểm Phi nhân thọ Techcom (TCGIns), trở thành công ty con của Techcombank bằng việc nâng tỷ lệ sở hữu lên 68%.
- ✓ Sau khi chấm dứt thỏa thuận phân phối độc quyền các sản phẩm banca với Manulife, việc thành lập công ty Bảo hiểm Nhân thọ và mua lại công ty Bảo hiểm Phi nhân thọ đánh dấu một bước tiến mới của TCB trong việc khai thác thị trường bảo hiểm tại Việt Nam, từ đó mở ra cơ hội gia tăng mạnh mẽ doanh thu trong thời gian tới thông qua khai thác tệp khách hàng vốn đã “khổng lồ” tại ngân hàng.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025

- **Tín dụng dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt.** Với kết quả tăng trưởng tích cực trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng TCB tăng trưởng tín dụng đạt hơn 20% trong năm 2025 nhờ các yếu tố sau:
 - ✓ Thị trường bất động sản phục hồi sau những biện pháp tháo gỡ của chính phủ với thị trường bất động sản. Đặc biệt, việc mở bán các dự án Vinhomes và Masteri tiếp tục là động lực chính cho tăng trưởng tín dụng trong năm 2025.
 - ✓ TCB đa dạng hóa khoản vay cho các khu vực mới của nền kinh tế như hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), du lịch, nghỉ dưỡng và tiện ích từ đó giảm sự phụ thuộc vào các lĩnh vực cho vay truyền thống như bất động sản.
 - ✓ Đồng thời, ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh cho vay bán lẻ nhờ nhu cầu tiêu dùng gia tăng và thu nhập cá nhân cải thiện. Triển vọng của nhóm bán buôn cũng dần sáng hơn khi mà hoạt động thương mại và đầu tư công trở lại sôi động ngay từ những tháng hơn đầu năm, thúc đẩy nhu cầu vay vốn phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh.
 - ✓ Dư nợ cho vay ký quỹ của TCBS tiếp tục dẫn đầu thị trường nhờ lãi suất khá là cạnh tranh cùng với nhiều gói ưu đãi được đưa ra.

- NIM tiếp tục chịu áp lực và đạt **4,0% trong năm 2025** do chúng tôi cho rằng TCB tiếp tục phải tăng lãi suất huy động và giữ lãi suất cho vay ở mức thấp để thu hút khách hàng trong bối cảnh các ngân hàng tiếp tục cạnh tranh gay gắt như hiện nay. Tuy nhiên ngân hàng có thể tiếp tục cải thiện tỷ trọng bán lẻ trong cơ cấu tín dụng và duy trì tỷ lệ CASA cao để bù đắp lại các tác động của việc tăng lãi suất. Chúng tôi dự báo NIM sẽ dần hồi phục vào cuối năm 2025 và đà phục hồi tiếp tục được duy trì sang năm 2026 khi bán lẻ và thị trường bất động sản được cải thiện giúp đẩy mạnh nhu cầu tín dụng, đồng thời, gói và chính sách hỗ trợ lãi suất sẽ thu hẹp khi nền kinh tế hồi phục, mang lại lợi suất cho vay cao hơn.

Một số dự án mở bán của Vinhomes và Masteri

Tên dự án	Địa điểm	Diện tích	Nguồn cung	Thời gian mở bán
Vinhomes Global Gate	Hà Nội	385 ha	4.147 căn thấp tầng; 4 tòa căn hộ cao tầng, 9 tòa hỗn hợp văn phòng và thương mại	Q3/2024
Vinhomes Wonder Park	Hà Nội	133 ha	2.356 căn thấp tầng; 4 tòa căn hộ, 9 tòa văn phòng, thương mại.	Q1/2025
Vinhomes Apollo City	Quảng Ninh	5,489 ha	N/A	Dự kiến 2025
Vinhomes Dương Kinh	Hải Phòng	241 ha	N/A	Q2/2025
Vinhomes Phước Vĩnh Tây	Long An	1,090 ha	15.244 lô đất xây dựng nhà ở thương mại	Dự kiến 2025
Vinhomes Green Paradise	TP.HCM	2,870 ha	N/A	Dự kiến 2025
Masteri Grand View	TP.HCM	15 ha	616 căn hộ	Q4/2024
Lumière Boulevard	TP.HCM	3 ha	2.422 căn	Q2/2024

Nguồn: TCB, ABS Research

- Thu nhập ngoài lãi dự kiến sẽ tăng 11,5%** so với mức nền thấp trong năm 2024 lên mức 12.804 tỷ đồng, động lực thúc đẩy chủ yếu đến từ việc thành lập và mua lại công ty bảo hiểm giúp hồi phục doanh thu banca, tư vấn phát hành khởi sắc hơn và tăng cường các hoạt động thu hồi xử lý nợ xấu. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng TCBS tiếp tục duy trì Top 3 thị phần môi giới trên sàn HOSE nhờ chiến lược cạnh tranh về phí giao dịch, áp dụng chính sách Zero Fee từ ngày 01/01/2023.
- Chất lượng tài sản tuy có sụt giảm nhẹ trong quý 1 nhưng vẫn nằm trong dưới mục tiêu nợ xấu của ngân hàng là 1,5%.** Chúng tôi kỳ vọng NPL kỳ vọng dần được cải thiện hơn trong các quý sau và đạt **1,17% trong năm 2025** nhờ (i) Chính phủ dự kiến luật hóa Nghị quyết 42/2027/QH14 về xử lý nợ xấu vào cuối tháng 6/2025, từ đó ngành ngân hàng sẽ có một khung pháp lý giúp thúc đẩy việc xử lý nợ xấu nhanh chóng; (ii) Nền kinh tế cải thiện mạnh mẽ đi cùng với sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng và thị trường bất động sản; (iii) TCB tiếp tục triển khai nhiều chính sách hỗ trợ cho vay hấp dẫn, linh hoạt và phù hợp với đa dạng nhu cầu tài chính, tạo điều kiện cho khách hàng thanh toán các khoản vay. Từ đó, chúng tôi dự báo chi phí dự phòng rủi ro tín dụng ở mức 4.486 tỷ đồng (+9,9% svck), đồng thời TCB sẽ dùng 2.830 tỷ đồng xử lý nợ xấu (+6% svck), tỷ lệ dự phòng bao phủ nợ xấu dự kiến cải thiện lên mức 114,4%.
- Chi phí hoạt động** dự kiến ở mức 17.190 tỷ đồng (+11,8% svck), với CIR sụt giảm xuống mức 32,3% từ mức 32,7% trong năm 2024.
- LNTT 2025** ước tính ở mức **31.545 tỷ đồng (+14,5% YoY)**, tương ứng ROA và ROE đạt 2,4% và 15,5%. BVPS 2025F ước tính ở mức 24.085 đồng/CP. BVPS 2026F ở mức 28.456 đồng/CP.

Định giá và khuyến nghị

- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá theo P/B cho cổ phiếu TCB. P/B mục tiêu chúng tôi sử dụng là 1.4x (cao hơn so với mức P/B trung bình của cổ phiếu trong 5 năm gần nhất là 1,33x). Chúng tôi sử dụng giá trị BVPS bình quân của 2025F và 2026F.
- Giá mục tiêu của TCB trong 12 tháng tới là **36.800 đồng/CP**, tương ứng với tiềm năng tăng giá **8,9%** so với giá hiện tại. Do đó chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu TCB.

- **Rủi ro giảm giá:** Tỷ lệ nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.
- **Cơ hội tăng giá:** Với việc TCB có ý định IPO TCBS vào cuối năm, chúng tôi ước tính định giá TCBS bằng phương pháp P/E và P/B dựa trên việc so sánh với các công ty chứng khoán hàng đầu (SSI, VND, HCM, VCI). Từ đó, chúng tôi cho rằng mức P/E và P/B hợp lý của TCBS lần lượt là 16,0x và 2,1x. Với giả định TCBS phát hành tăng vốn 11,11%, với giá bán mục tiêu 34.400 đồng/CP, mức vốn hóa thị trường ước đạt 71,5 nghìn tỷ. Mức định giá của TCB cũng sẽ tăng lên tương ứng.

PHỤ LỤC: KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CỦA TCB

Báo cáo KQ HKKD (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	56.708	60.089	67.033	83.854
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(29.017)	(24.581)	(26.615)	(32.550)
Thu nhập lãi thuần	27.691	35.508	40.418	51.304
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	11.378	10.962	11.948	13.143
Chi phí hoạt động dịch vụ	(2.663)	(2.919)	(3.226)	(3.614)
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	8.715	8.042	8.722	9.529
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	196	593	652	717
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	65	81	81	81
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	926	2.359	2.831	3.397
Thu nhập từ hoạt động khác	6.460	9.325	12.337	16.260
Chi phí hoạt động khác	(4.026)	(8.982)	(11.883)	(15.662)
Lãi/lỗ thuần từ hoạt động khác	2.434	343	453	598
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	35	65	65	65
Tổng thu nhập hoạt động	40.061	46.990	53.223	65.690
Chi phí hoạt động	(13.252)	(15.370)	(17.191)	(20.889)
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng	26.809	31.621	36.032	44.801
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(3.921)	(4.082)	(4.487)	(5.422)
Tổng lợi nhuận trước thuế	22.888	27.538	31.545	39.378
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(4.697)	(5.778)	(6.619)	(8.263)
Lợi nhuận sau thuế	18.191	21.760	24.926	31.116
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(187)	(237)	(187)	(237)

An toàn vốn	2023	2024	2025F	2026F
VCSH/TTS	15,3%	14,9%	14,9%	14,3%
VCSH/ Cho vay khách hàng	25,1%	23,0%	22,1%	21,4%

An toàn vốn	2023	2024	2025F	2026F
NPL	1,2%	1,1%	1,2%	1,1%
Dự phòng bao nợ xấu	102,1%	113,9%	114,4%	118,1%

Hiệu quả hoạt động	2023	2024	2025F	2026F
CIR	33,1%	32,7%	32,3%	31,8%
Thu nhập lãi thuần/ Tổng thu nhập	69,1%	75,6%	75,9%	78,1%
Thu nhập ngoài lãi/ Tổng thu nhập	30,9%	24,4%	24,1%	21,9%

Lợi nhuận	2023	2024	2025	2026
NIM	4,0%	4,2%	4,0%	4,3%
Thu nhập ngoài lãi/lãi thuần từ HKKD	30,9%	24,4%	24,1%	21,9%
ROA	2,4%	2,4%	2,3%	2,4%
ROE	14,7%	15,4%	15,5%	16,4%

Thanh khoản	2023	2024	2025	2026
LDR thuần	104,0%	101,4%	102,7%	98,5%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3.621	3.385	4.514	4.248
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	27.141	54.353	39.760	46.519
Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác	104.072	84.590	87.075	94.838
Chứng khoán kinh doanh	4.433	9.001	10.504	12.258
Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	144	0	0	0
Cho vay khách hàng	512.514	623.634	760.465	928.802
Chứng khoán đầu tư	104.994	148.624	176.137	234.107
Đầu tư dài hạn	3.046	3.103	3.103	3.103
Tài sản cố định	8.893	12.467	15.058	18.405
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Tài sản Có khác	80.543	39.501	48.246	58.927
Tổng tài sản	849.482	978.799	1.145.016	1.401.379
Các khoản nợ NHNN	0	12	12	12
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	153.173	132.239	144.028	156.868
Tiền gửi của khách hàng	454.661	533.392	616.068	720.800
Các công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	0	931	931	931
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của Chính phủ và các tổ chức tín dụng khác	0	0	0	0
Phát hành giấy tờ có giá	84.703	140.422	182.549	288.427
Các khoản nợ khác	25.329	23.862	28.749	30.783
Tổng nợ phải trả	717.866	830.859	972.337	1.197.821
Vốn	36.257	78.413	78.413	78.413
Dự phòng	45.029	24.787	28.018	32.051
Chênh lệch tỷ giá	0	0	0	0
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	49.013	42.219	63.728	90.574
Tổng vốn chủ sở hữu	130.299	145.419	170.158	201.037
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1.317	2.520	2.520	2.520
Tổng nợ phải trả, vốn chủ sở hữu và lợi ích của cổ đông thiểu số	849.482	978.799	1.145.016	1.401.379

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2023	2024	2025F	2026F
Huy động	26,9%	17,3%	15,5%	17,0%
Tín dụng	21,6%	21,7%	20,1%	21,1%
Tổng tài sản	21,7%	15,2%	17,0%	22,4%
Vốn chủ sở hữu	16,0%	11,6%	17,0%	18,1%
Thu nhập lãi thuần	-8,6%	28,2%	13,8%	26,9%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	-1,2%	17,3%	13,3%	23,4%
Chi phí hoạt động	1,8%	16,0%	11,8%	21,5%
Lợi nhuận trước thuế	-10,5%	20,3%	14,5%	24,8%
Lợi nhuận sau thuế	-11,0%	19,6%	14,5%	24,8%

Định giá (lần)	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng/cp)	5.111	3.041	3.507	4.376
BVPS (đồng/cp)	36.990	20.583	24.085	28.456
P/E	4,77	11,18	9,72	7,79
P/B	0,66	1,65	1,42	1,20

Nguồn: FiinPro, TCB, ABS Research

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Dầu khí, Điện, Hóa chất

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

Vĩ mô, Tài chính

Nguyễn Xuân Hải - Chuyên viên

Email: hai.nguyenxuan@abs.vn

Hàng và Dịch vụ công nghiệp

Nguyễn Thị Kỳ Duyên - Chuyên viên

Email: duyen.nguyenthiky@abs.vn

Hàng tiêu dùng, Bán lẻ

Kiều Thị Thanh Thư - Chuyên viên

Email: thu.kieuthithanh@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu - Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Bất động sản, Xây dựng, VLXD

Phạm Hồng Trường - Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn

Hàng xuất khẩu, Công nghệ & Viễn thông

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buiminh@abs.vn



Tư hào
**NHẬN CÚ ĐÚP
GIẢI THƯỞNG**



**BEST NEW STOCK TRADING APP
ABS INVEST - VIET NAM 2024**

ỨNG DỤNG GIAO DỊCH CỔ PHIẾU MỚI
TỐT NHẤT VIỆT NAM



**BEST SECURITIES HOUSE FOR RESEARCH
IN VIET NAM 2024**

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT
VIỆT NAM VỀ PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ



Trải nghiệm ngay
ABS Invest tại đây