

TECHCOMBANK (HSX: TCB)

Bổ sung động lực tăng trưởng từ các dự án hạ tầng

- Cho vay các đại dự án hạ tầng dự kiến sẽ bổ sung thêm động lực tăng trưởng cho 1-2 năm tới của TCB, vừa giúp ngân hàng đa dạng hoá danh mục cho vay vừa tạo lợi thế trong việc tham gia cho vay các dự án BĐS ăn theo;
- Áp lực gia tăng nợ xấu chủ yếu đến từ các khoản vay mua nhà của nhóm KHCN, trong khi động lực tăng trưởng chính vẫn là tín dụng doanh nghiệp giúp tỷ lệ chi phí tín dụng giảm svck trong 6T26;
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu mới **44,300 VND/cp** Chúng tôi giảm P/B mục tiêu xuống 1.6x theo mức điều chỉnh chung cho toàn ngành trong môi trường lãi suất cao.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNTT 2026 đạt 16.7% svck

Tổng thu nhập hoạt động trong 6T26 đạt 28,616 tỷ đồng, +17.5% svck trong đó thu nhập lãi thuần và thu nhập thuần ngoài lãi tăng lần lượt 16.3% và 20.5% svck. Tăng trưởng tín dụng đến cuối Q2/26 đạt 15.2% so với đầu năm trong đó dư nợ cho vay các đại dự án hạ tầng đạt khoảng 20 nghìn tỷ đồng, loại trừ khoản này, tăng trưởng tín dụng đạt xấp xỉ 10% so với đầu năm. NIM trong 6T26 giảm nhẹ 14 điểm cơ bản svck do chi phí vốn tăng mạnh. CIR đi ngang ở mức 29.7% trong khi chi phí trích lập trong 6T26 ghi nhận đạt 1,586 tỷ đồng, -24.6% svck giúp LNTT đạt 18,540 tỷ đồng, +22.5% svck, hoàn thành 49% KH cả năm.

Chúng tôi dự báo LNTT cả năm 2026 sẽ tăng khoảng 16.8% svck nhờ (i) Tăng trưởng tín dụng có thể đạt ~23% (trong đó dư nợ cho vay các đại dự án có thể đạt khoảng 50 nghìn tỷ đồng) trong khi NIM sẽ giảm nhẹ xuống mức 3.6%; (ii) thu nhập từ phí tăng khoảng 56.1% svck cùng với (iii) chi phí tín dụng sẽ tương đương với 6T26 (0.4%), giảm 11 điểm cơ bản svck. CIR sẽ duy trì quanh mức 30% cho 2 năm tiếp theo.

Chi phí tín dụng giảm nhẹ trong năm 2026

NPL và nợ nhóm 2 của TCB đạt lần lượt 1.1% và 0.7%, tăng nhẹ lần lượt 2 và 16 điểm cơ bản so với cuối năm 2025. Nợ nhóm 2 và nợ xấu tăng lần lượt 46.4% và 11.8% so với đầu năm. Nợ nhóm 2 và nợ xấu phát sinh thêm chủ yếu đến từ mảng cho vay mua nhà. Trong khi đó, động lực mới từ cho vay hạ tầng hiện chưa làm xấu đi danh mục cho vay của TCB. Do vậy, chúng tôi cho rằng chi phí tín dụng trong năm 2026 sẽ giảm so với 2025 nhằm đạt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận.

Nâng giá mục tiêu lên 44,300 VND/cp với khuyến nghị KHẢ QUAN

Chúng tôi giảm mức P/B mục tiêu xuống 1.6x so với 1.7x trong dự báo gần nhất, giữ nguyên khuyến nghị KHẢ QUAN cho TCB. Lợi thế về chi phí vốn giúp nâng cao năng lực cạnh tranh của TCB trong các mảng kinh doanh ngoài lãi như bảo hiểm, chứng khoán cùng với việc bổ sung vào động lực tăng trưởng mảng cho vay dự án hạ tầng cho thấy khả năng duy trì vị thế hàng đầu của ngân hàng.

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	60,075	71,788
Thu nhập lãi thuần	35,508	38,155	43,376	51,952
NIM	4.2%	3.7%	3.6%	3.6%
Chi phí dự phòng	4,082	4,421	4,080	5,229
LNST	21,760	25,954	30,198	35,522
Tăng trưởng LNST	19.6%	19.3%	16.4%	17.6%
Tăng trưởng tín dụng	21.7%	20.7%	22.9%	17.9%
Tăng trưởng huy động	16.4%	21.5%	22.7%	21.2%
Giá trị sổ sách	20,521	23,996	27,029	31,913
P/B	1.6x	1.3x	1.2x	1.0x

Nguồn: TCB, MBS Research.

KHẢ QUAN

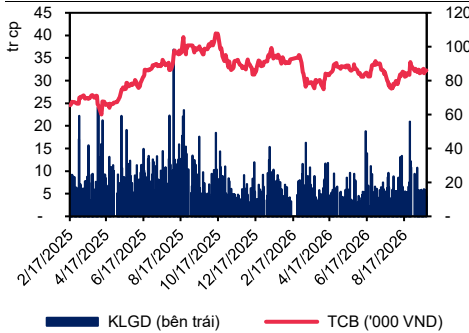
Giá mục tiêu 44,300 VND/cp

Tiềm năng tăng giá +37.4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Giá mục tiêu tăng 6% so với báo cáo trước đó.
P/B mục tiêu điều chỉnh giảm xuống 1.6x được bù đắp bởi sự gia tăng cơ sở khi dùng giá trị sổ sách trung bình 2026/2027 thay cho cuối 2026.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	32,300
Cao nhất 52 tuần (VND)	40,449
Thấp nhất 52 tuần (VND)	28,108
Vốn hóa (tỷ VND)	111,862
P/E (TTM)	8.4x
P/B (TTM)	1.3x
Tỷ suất cổ tức (%)	2.2%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	20.96%

Nguồn: FiinProX, MBS Research

Cơ cấu sở hữu (30/06/2026)

CTCP Tập Đoàn Masan	14.80%
Nguyễn Thị Thanh Thuỷ	4.91%
Hồ Anh Minh	4.86%
Hồ Thủy Anh	4.86%
Nguyễn Phương Hoa	2.14%

Nguồn: FiinProX, MBS Research

Chuyên viên phân tích cao cấp



Đình Công Luyến

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi nâng giá mục tiêu 12 tháng lên **44,300 VND/cp** do điều chỉnh tăng trưởng lợi nhuận 2026 lên 16.7% svck (dự báo gần nhất: 15.8% svck) chủ yếu nhờ Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng tăng lên mức 22.9% so với 14.5% trong dự báo trước đó. Ngược lại, P/B mục tiêu được điều chỉnh giảm xuống mức 1.6x do điều chỉnh giảm chung cho toàn ngành trước áp lực lãi suất cao, phần nào giảm lại hiệu ứng tăng giá mục tiêu từ việc điều chỉnh tăng lợi nhuận dự báo. Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho TCB nhờ:

- Độ dày vốn, CASA vẫn nằm trong nhóm cao nhất giúp TCB có thể thích nghi tốt với môi trường vĩ mô khó khăn.
- Hưởng lợi lớn từ việc chính sách tài khoá mở rộng khi các dự án lớn được đẩy vào các tập đoàn cùng hệ sinh thái như Masterise, Vingroup,...
- Định giá hiện tại với P/B 1.1x, thấp hơn nhiều so với toàn ngành và thấp hơn đáng kể so với P/B mục tiêu.

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 1.6x để áp dụng cho giá trị sổ sách trung bình tại cuối 2026/2027. 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.
- Chính sách tài khoá mặc dù đang được đẩy mạnh và việc được tham gia 18 đại dự án không tính vào room tín dụng có thể tạo ra dư địa cho vay lớn đối với TCB. Tuy nhiên, điều này cũng tiềm ẩn rủi ro phát sinh nợ xấu lớn khi bất kỳ thay đổi chính sách nào liên quan đến các đại dự án này xảy ra.

Định giá

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

	2026	2027	2028	2029	2030
LS phí rủi ro	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Phần bù rủi ro	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Beta	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02
Chi phí vốn cổ phần	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
(ĐVT: tỷ đồng)					
Thu nhập thặng dư (RI)	5,291	6,821	7,523	10,778	13,217
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	5,291	6,055	5,927	7,538	8,205
VCSH đầu kỳ	170,045				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	33,016				
GTHT terminal value	99,828				
Giá trị VCSH cuối kỳ	302,888				
SLCP lưu hành (tr cp)	7,086				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	42,700				

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	42,700	50%	21,350
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.6x)	45,900	50%	22,950
Giá mục tiêu			44,300

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Bảng so sánh các NHTM Việt Nam (giá đóng cửa ngày 22/09/2026)

Ngân hàng	Giá mục tiêu	Tăng giá	Khuyến nghị	P/B định giá	P/E		P/B		Tăng trưởng LNST		ROE		ROA	
	(VND/cp)				2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
ACB	28,350	28.9%	KHẢ QUAN	1.5x	7.1x	5.7x	1.2x	1.0x	15.8%	24.2%	17.8%	18.7%	1.7%	1.8%
BID	52,800	45.9%	KHẢ QUAN	1.8x	7.3x	6.6x	1.3x	1.1x	18.3%	13.3%	19.1%	18.4%	1.0%	1.0%
CTG	48,900	58.0%	KHẢ QUAN	1.8x	5.7x	5.0x	1.2x	1.0x	22.0%	13.3%	21.7%	20.8%	1.5%	1.5%
EIB	15,500	-5.8%	TRUNG LẬP	1.0x	27.1x	20.2x	1.1x	1.1x	-0.5%	34.1%	4.3%	5.4%	0.4%	0.5%
HDB	38,350	39.2%	KHẢ QUAN	1.6x	5.9x	4.4x	1.4x	1.0x	40.3%	25.7%	27.3%	27.9%	2.3%	2.4%
LPB	N/A	N/A	N/A	N/A	11.9x	10.3x	2.4x	2.0x	1.5%	16.3%	22.0%	20.9%	1.8%	1.8%
MBB	N/A	N/A	N/A	N/A	6.5x	4.8x	1.1x	0.9x	16.2%	36.6%	19.2%	20.7%	1.7%	1.8%
OCB	N/A	N/A	N/A	N/A	6.7x	5.8x	0.8x	0.7x	19.6%	14.4%	13.2%	13.2%	1.4%	1.4%
STB	53,600	-30.1%	KÉM KHẢ QUAN	1.4x	22.7x	14.4x	2.2x	1.9x	7.1%	58.3%	10.1%	14.3%	0.7%	0.9%
TCB	44,300	37.2%	KHẢ QUAN	1.6x	7.8x	6.6x	1.2x	1.0x	16.4%	17.6%	16.7%	17.0%	2.3%	2.2%
TPB	21,000	47.4%	KHẢ QUAN	1.1x	4.6x	4.0x	0.8x	0.7x	12.4%	14.4%	17.1%	16.7%	1.6%	1.6%
VCB	74,200	26.0%	KHẢ QUAN	2.1x	10.8x	9.4x	1.8x	1.5x	29.2%	14.7%	18.2%	17.4%	1.7%	1.7%
VIB	22,000	64.2%	KHẢ QUAN	1.3x	5.1x	4.3x	0.9x	0.7x	23.5%	17.4%	18.1%	18.4%	1.6%	1.7%
VPB	39,400	40.7%	KHẢ QUAN	1.4x	6.6x	5.4x	1.1x	0.9x	40.6%	22.0%	17.6%	18.1%	2.3%	2.2%
TB các NHTMCP Nhà nước				1.9x	7.9x	7.0x	1.4x	1.2x	23.4%	13.8%	19.6%	18.9%	1.4%	1.4%
TB các NHTMCP tư nhân				1.3x	10.2x	7.8x	1.3x	1.1x	21.6%	24.8%	16.7%	17.4%	1.6%	1.7%
Trung bình				1.5x	9.7x	7.6x	1.3x	1.1x	22.3%	20.3%	17.3%	17.7%	1.6%	1.6%

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

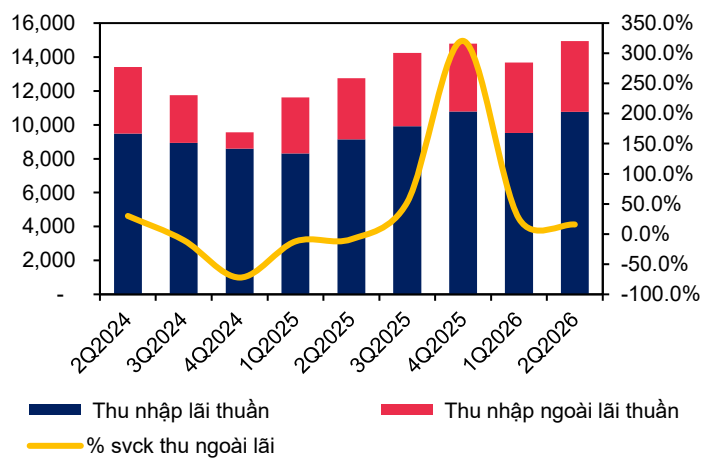
Thu lãi thuần tăng tích cực nhờ cho vay cao hơn room tín dụng cho các đại dự án hạ tầng

Hình 5: Cập nhật KQKD Q2/26 và 6T26 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	2Q26	% svck	6T26	% svck	% dự báo của MBS	Đánh giá
Tổng thu nhập hoạt động	14,942	17.3%	28,616	17.5%	48.2%	
Thu nhập lãi thuần	10,763	17.8%	20,285	16.3%	49.0%	
Thu nhập thuần ngoài lãi	4,179	15.9%	8,331	20.5%	46.4%	Thu nhập ngoài lãi đạt 4,179 tỷ đồng (+15.9% svck). Phí dịch vụ thuần bất tốc, dẫn dắt bởi phí bảo hiểm (+137% svck, top 1 thị phần banca với ~21%) và phí thanh toán LC (+147% svck).
Chi phí trích lập dự phòng	652	-35.7%	1,587	-24.6%	39.0%	Chi phí trích lập cải thiện chủ yếu do nợ xấu được chuyển lên nhóm 2 tăng 60.4% svck trong khi nợ nhóm 2 xuống nợ xấu giảm 17.4% svck. Hoạt động thu thập nợ xấu giảm 25.4% svck.
LNTT	9,670	22.4%	18,540	22.5%	49.5%	LNTT 6T26 hoàn thành 49.3% KH cả năm 2026
Tăng trưởng tín dụng (so với đầu năm)	15.2%	409 đcb				Bao gồm 20 nghìn tỷ đồng không tính vào room tín dụng dành cho 18 đại dự án. Loại trừ khoản này ra, Tăng trưởng tín dụng tới cuối Q2/26 đạt 9.7% so với đầu năm, còn khoảng 5% cho cả năm 2026.
Tăng trưởng huy động (so với đầu năm)	7.0%	484 đcb				Huy động trong Q2/26 tăng 10% so với quý trước nhờ lãi suất nâng lên. Điều này cũng giải thích lý do CASA giảm nhẹ svck.
NIM	3.7%	-10 đcb	3.5%	-14 đcb		NIM mặc dù vẫn giảm svck nhưng cải thiện đáng kể so với Q1/26 (3.4%). Sự gia tăng đột biến danh mục TPDN (x2 so với quý trước) giúp lợi suất tài sản cải thiện mạnh dù chi phí vốn vẫn tăng do huy động khả quan hơn.
CIR	30.9%	86 đcb	29.7%	45 đcb		
CASA	35.0%	-137 đcb				CASA giảm nhẹ do huy động CASA từ nhóm KHCN có dấu hiệu giảm tốc rõ rệt so với nhóm KHoanh nghiệp và vẫn tiếp tục xu hướng giảm svck.
NPL	1.1%	-17 đcb				
LLR	125.6%	1914 đcb				LLR tiếp tục phục hồi khả quan.
ROE	16.2%	169 đcb				
ROA	2.4%	16 đcb				

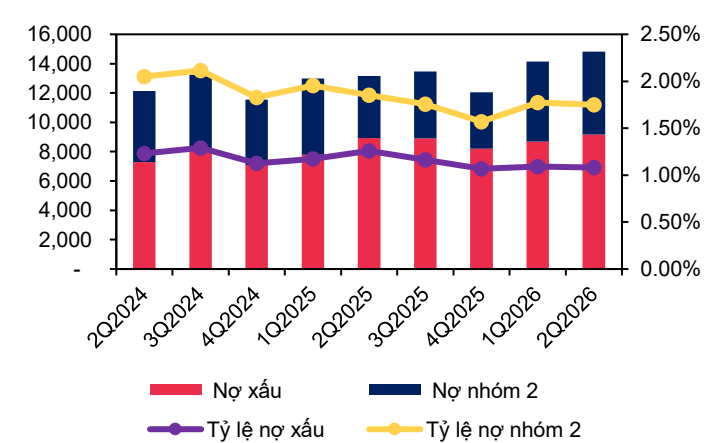
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 6: Thu nhập lãi thuần tăng khả quan nhờ tham gia cho vay các đại dự án (Đơn vị: tỷ VND)



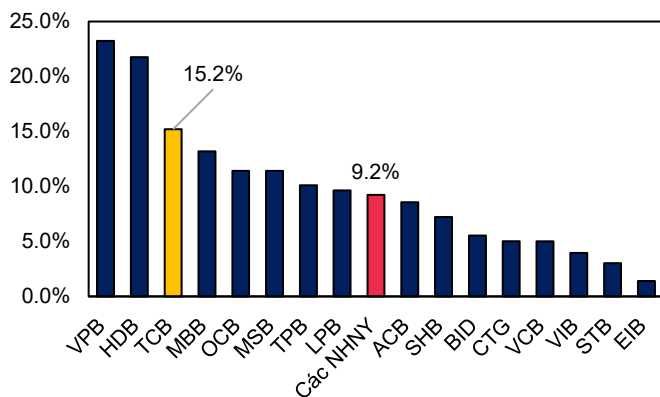
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 7: Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 tiếp tục được củng cố (% , tỷ VND)



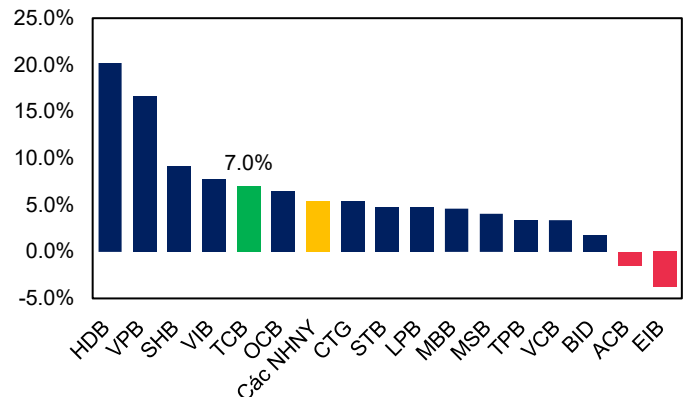
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 8: Tăng trưởng tín dụng của TCB khả quan so với ngành và chỉ thấp hơn so với nhóm nhận chuyển giao bắt buộc (% sv đầu năm)



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 9: TT huy động của TCB cũng rất khả quan so với ngành trong 6T26 (% so với đầu năm)



Nguồn: TCB, MBS Research

Chúng tôi ước tính LNTT của TCB có thể tăng trưởng 16.7% svck trong năm 2026

Tín dụng tăng khoảng 22% với kịch bản Tăng trưởng tín dụng mới

Tăng trưởng tín dụng tại cuối Q2/26 đạt 15.2% so với đầu năm, tương đương với mức tăng tín dụng đạt hơn 11% so với quý trước trong Q2/25, cao hơn nhiều so với cùng kỳ (tín dụng tại cuối Q2/25 chỉ tăng 11.1% so với đầu năm 2025). Trong đó, cho vay 18 đại dự án không tính vào room tín dụng đạt dư nợ khoảng 20 nghìn tỷ. Nếu loại trừ các khoản cho vay này, Tăng trưởng tín dụng theo room thông thường đạt 9.7% so với đầu năm, thấp hơn svck. Dư nợ cho vay hoạt động xây dựng hạ tầng nói chung tăng 56.3% so với đầu năm, đạt 41.3 nghìn tỷ đồng.

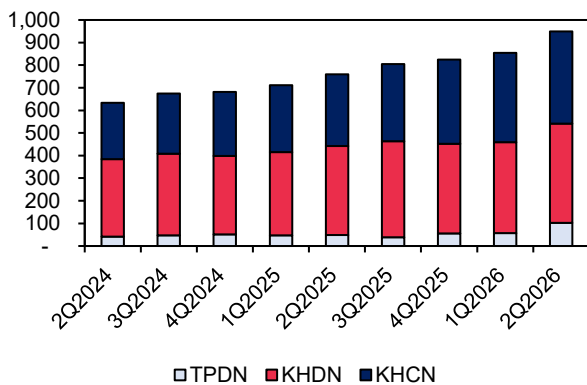
Tương tự như xu hướng chung của toàn ngành, tín dụng doanh nghiệp vẫn là động lực chính của TCB khi ghi nhận tăng 19.9% so với đầu năm, cao hơn so với mức 9.4% của tín dụng bán lẻ. Cho vay liên quan đến BĐS và xây dựng (ReCoM) tăng trưởng 20.3% so với đầu năm trong khi nhóm FMCG và viễn thông tiện ích ghi nhận tăng khả quan hơn, đạt hơn 22% so với đầu năm, chủ yếu do nền thấp của cùng kỳ năm trước (Q2/25, tín dụng 2 nhóm ngành này lần lượt -11.3% và -23.1% so với đầu năm 2025). Tỷ trọng cho vay tài trợ dự án BĐS tăng lên mức 34% tại cuối Q2/26 so với mức 29% tại cuối Q1/26 do ngân hàng gia tăng tỷ trọng cho vay các dự án hưởng lợi từ việc thúc đẩy hạ tầng. Tỷ trọng cho vay nhóm ngành FMCG, bán lẻ và logistics vẫn duy trì quanh mức 10%.

Đối với ngân hàng bán lẻ (RB), cho vay mua nhà chứng kiến sự giảm tốc rõ ràng trong Q2/26 khi dư nợ của mảng này chỉ tăng 19.9% svck, thấp hơn so với mức 24.7% cùng kỳ năm trước và mức 30.2% của Q1/26. Thay vào đó, các khoản cho vay tín chấp tăng mạnh hơn 40% so với đầu năm. Cho vay margin cũng ghi nhận rất khả quan, đạt 52.2% svck và 17% so với đầu năm. TCX tiếp tục đứng top 3 về thị phần môi giới trên HOSE. s

Chúng tôi điều chỉnh Tăng trưởng tín dụng trong năm 2026 của TCB lên 22.9%, với giả định dư nợ cho vay các đại dự án hạ tầng có thể đạt trên 50 nghìn tỷ tại cuối năm. Chúng ta tối đánh giá điều này hoàn toàn phù hợp với định hướng đa dạng hoá danh mục cho vay của TCB. Bên cạnh đó, mặc dù cho vay BĐS cũng được định hướng sẽ bị kiểm soát chặt trong mối tương quan với tín dụng tổng thể, nhưng NHNN cũng đã đưa ra 2 công văn số 4551/NHNN-CSTT và 8509/NHNN-CSTT quy định không tính các khoản cho vay BĐS liên quan đến NOXH, KCN (theo CV số 4551) và các loại hình BĐS nghỉ dưỡng, nhà hàng, khách sạn, du lịch (theo CV 8509) vào room tín dụng chung. Chúng tôi cho rằng

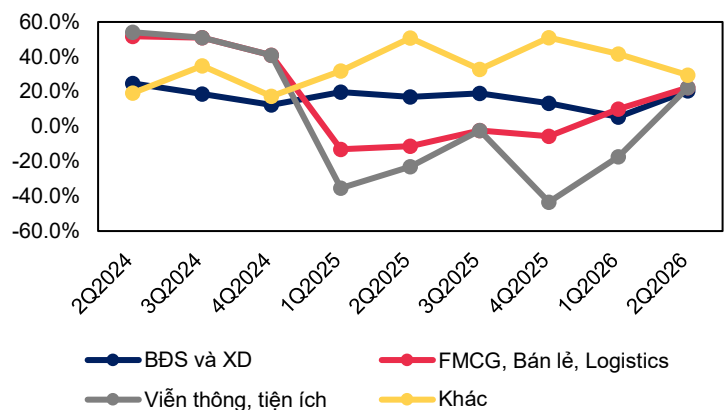
điều này sẽ hỗ trợ cho việc gia tăng tín dụng vào các lĩnh vực BĐS có dòng tiền và nhu cầu thực thay vì chạy theo các dự án nhà ở thương mại cao cấp hình thành trong tương lai, từ đó cải thiện tốc độ tăng tín dụng cho toàn nền kinh tế. TCB cùng hệ sinh thái liên quan như Masterise và Vingroup đang là những tập đoàn được hưởng lợi khá nhiều từ việc đẩy mạnh hạ tầng, song sóng đó là thúc đẩy phát triển các loại hình BĐS bám theo nhu cầu mở rộng hạ tầng, do vậy điều này dự kiến sẽ giúp duy trì động lực tăng trưởng của TCB trong trung và dài hạn. TCB vừa có thể đạt được mục tiêu đa dạng hoá cơ cấu danh mục cho vay vào lĩnh vực xây dựng, vừa có lợi thế cho việc đánh giá và tài trợ các dự án BĐS theo các lĩnh vực ưu tiên tạo ra dòng tiền hưởng lợi từ các dự án lớn.

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



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 11: Tăng trưởng tín dụng theo ngành của TCB hàng quý (% svck)



Nguồn: TCB, MBS Research

NIM giảm nhẹ xuống mức 3.6% trong năm 2026

NIM trong Q2/26 đạt 3.7%, giảm nhẹ 9 điểm cơ bản svck nhưng tăng 30 điểm cơ bản so với quý trước. Lãi suất cho vay nhích dần theo lãi suất huy động giúp lợi suất tài sản tăng nhanh hơn so với chi phí vốn. Mức LSCV trung bình, theo ước tính của chúng tôi, nhích lên mức 7.8% trong Q2/26 so với mức 7.3% của quý trước và 6.9% cùng kỳ 2025. Trong khi đó, chi phí vốn tăng từ mức 4.2% trong Q1/26 lên 4.8% trong Q2/26. Chúng tôi cho rằng việc tham gia cho vay các đại dự án, với các khoản vay trung và dài hạn chiếm phần lớn, cùng với các khoản vay tín chấp tăng mạnh giúp lợi suất cho vay của TCB cải thiện so với quý đầu năm.

Mặc dù tỷ lệ CASA của TCB vẫn vượt trội so với toàn ngành nhưng vẫn không thể tránh khỏi xu hướng chung là giảm nhẹ. Tỷ lệ CASA tại cuối Q2/26 đạt 38.3%, giảm khoảng 3 điểm % svck và đi ngang so với quý trước. Số dư tự động sinh lời (Auto-earnings) vào cuối Q2/26 đạt khoảng 44 nghìn tỷ đồng, đi ngang so với cuối Q1/26 nhưng giảm nhẹ so với mức 48 nghìn tỷ tại cuối 2025. Bên cạnh đó, CASA trên mỗi khách hàng tính đến cuối Q2/26 cũng giảm mạnh xuống mức 23 triệu đồng so với mức 30 triệu đồng tại cuối Q2/25 và 29 triệu đồng tại cuối năm 2025.

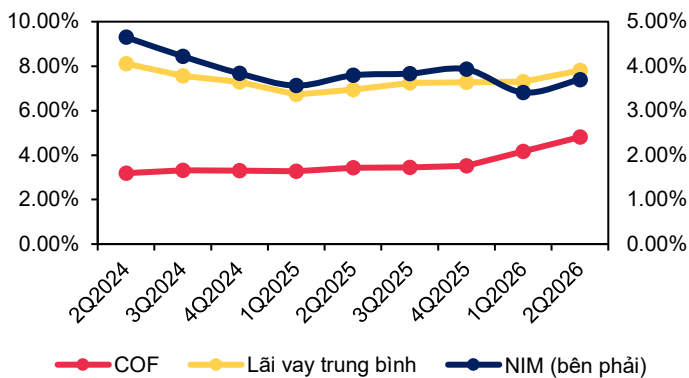
Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ duy trì ở mức cao như hiện tại cho phần còn lại của năm 2026 do nhu cầu thanh khoản vẫn còn lớn nhằm đáp ứng mục tiêu tăng trưởng tín dụng trên 15%. Với dự báo Tăng trưởng tín dụng của TCB có thể cao hơn so với room được cấp do phải dành 1 phần tín dụng cho các dự án hạ tầng, chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay đầu ra theo phương thức thả nổi đối với các dự án này sẽ tiếp tục được hưởng lợi do lãi suất huy động neo cao. Bên cạnh đó, việc đưa một số loại hình BĐS có dòng tiền như KCN, du lịch,

khách sạn không tính vào room tín dụng chung có thể thúc đẩy hoạt động cho vay vào lĩnh vực này gia tăng, giúp gia tăng lợi suất cho vay.

Trên phương diện kiểm soát chi phí vốn, chúng tôi cho rằng vị thế CASA vượt trội vẫn sẽ là công cụ cạnh tranh chính của TCB nhằm tối ưu cấu trúc vốn. Trong bối cảnh lãi suất huy động là công cụ cạnh tranh chính nhằm giảm áp lực cho LDR, CASA giảm là xu hướng không thể tránh khỏi, và mức giảm thấp nhất toàn ngành của TCB cho thấy lợi thế vượt trội ở phương diện này. Trong Q2/26, tiền gửi cho kỳ hạn của TCB đã tăng 8.5% so với đầu năm trong khi CASA chỉ tăng 4.9%. Bên cạnh đó, TCB cũng chủ động gia tăng các khoản vay hợp vốn nước ngoài nhằm tối ưu chi phí và kỳ hạn, đảm bảo LDR theo quy định. Trong nửa đầu năm 2026, TCB đã thu xếp xong 200 triệu USD vốn vay offshore từ Ngân hàng Đầu tư Châu Âu và đang thu xếp thêm 1 khoản vay khác trị giá 1 tỷ USD.

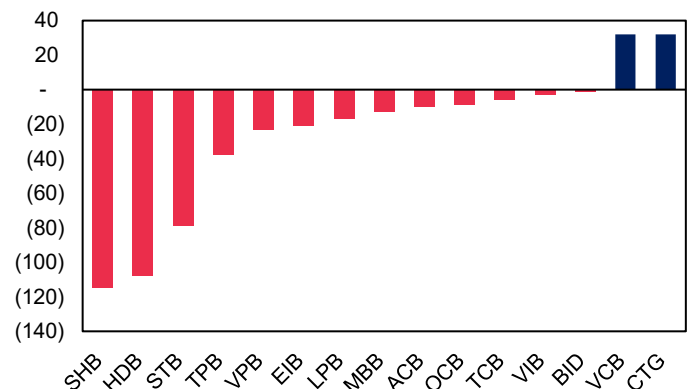
Tổng quan, chúng tôi kỳ vọng NIM của TCB có thể đạt 3.6% trong năm 2026, giảm 16 điểm cơ bản svck. NIM trong nửa cuối 2026 có thể đạt khoảng 3.6-3.7%, nhỉnh hơn so với nửa đầu năm nhưng vẫn thấp hơn mức 3.9% cùng kỳ năm trước.

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



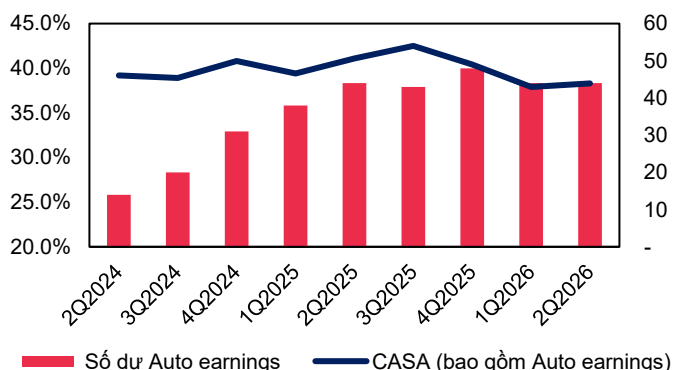
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 13: Biến động NIM của các NHNY trong năm 6T26 (điểm cơ bản)



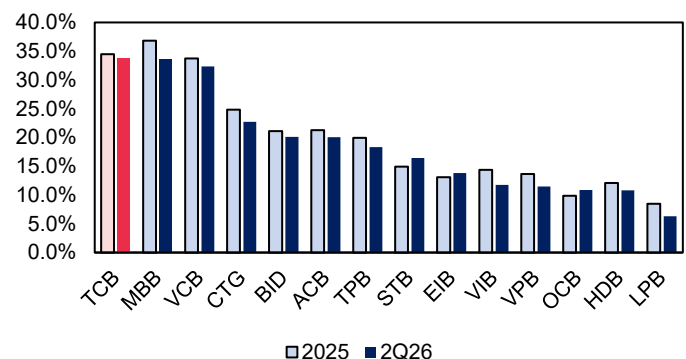
Nguồn: TCB, MBS Research

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



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 15: CASA của các NHNY đến cuối Q2/26 (không bao gồm số dư các chương trình tài khoản thanh toán siêu lợi suất %)



Nguồn: TCB, MBS Research

Thu phí vượt trội bù đắp sự sụt giảm của các mảng ngoài lãi khác

Thu nhập ngoài lãi (Non-IL) trong Q2/26 đạt 4,197 tỷ đồng, +37.7% svck. Phí IB đạt hơn 1.1 nghìn tỷ đồng, giảm 19.1% svck chủ yếu do mức nền so sánh rất

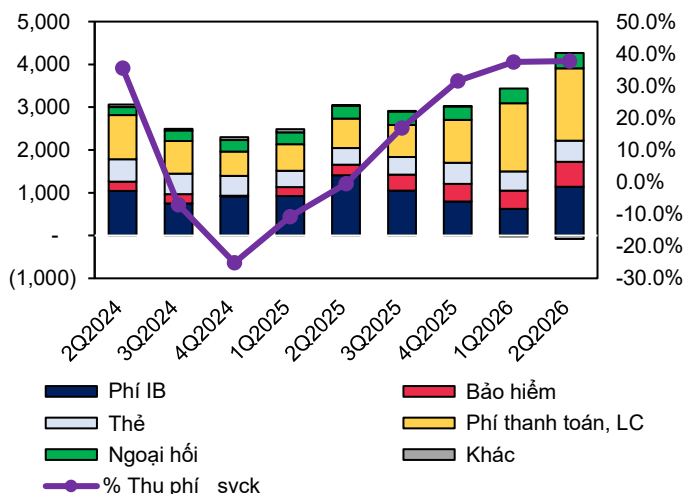
cao của Q2/25, mức kỷ lục của phí IB ghi nhận trong 1 quý. Thay vào đó, các mảng còn lại đều ghi nhận tăng trưởng rất tích cực. Phí thanh toán LC ghi nhận xấp xỉ 1.5 nghìn tỷ đồng, +146.9% svck; phí thẻ và kinh doanh ngoại hối ghi nhận tăng lần lượt 27.5% và 17.7% svck. Đặc biệt mảng bảo hiểm phục hồi rõ nét khi tiếp tục ghi nhận lợi nhuận tăng ấn tượng 137.0% svck nhờ các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ của TCLife. TCB cũng đứng đầu thị phần banca toàn ngành với 21%. Đến cuối Q2/26, thị phần môi giới cổ phiếu niêm yết trên HOSE và trái phiếu doanh nghiệp của TCBS lần lượt đạt 9.4% và 48%, lần lượt đạt top 3 và top 1 toàn thị trường. Giá trị trái phiếu phân phối đạt hơn 60 nghìn tỷ, tăng 138% svck.

Ngược lại với mảng thu phí, các hoạt động kinh doanh ngoài lãi khác của TCB đều ghi nhận giảm svck trong Q2/26. kinh doanh vàng và ĐTCK ghi nhận giảm lần lượt 50.0% và 99.2% svck. Tuy nhiên, mảng ĐTCK vẫn ghi nhận lãi ròng khoảng 10 tỷ đồng, trong khi bức tranh chung của toàn ngành đều lỗ trong quý do danh mục trái phiếu giảm giá trong môi trường lãi suất cao. Hoạt động thu hồi và xử lý nợ xấu cũng giảm tốc khiến nguồn thu khác giảm 54.6% svck. Lũy kế 6T26, thu nhập ngoài lãi thuần tăng 15% svck trong đó thu phí dẫn dắt đạt mức tăng trưởng 74.8% svck trong khi các mảng còn lại đều giảm sâu.

Chúng tôi ước tính thu nhập ngoài lãi thuần cả năm 2026 có thể tăng 12.5% svck, trong đó thu phí thuần có thể đạt mức tăng trưởng 56.1% svck. Thu nhập từ phí giảm tốc trong nửa cuối 2025 chủ yếu do nền so sánh cao của cùng kỳ năm trước (nửa cuối 2025 thu phí tăng 74% svck). Thu nhập từ phí trong nửa cuối 2026, theo đó có thể tăng 19.5% so với nửa đầu năm khi các hoạt động bảo hiểm và thu phí LC sẽ diễn ra mạnh hơn trong nửa cuối năm do yếu tố mùa vụ của nhu cầu tín dụng.

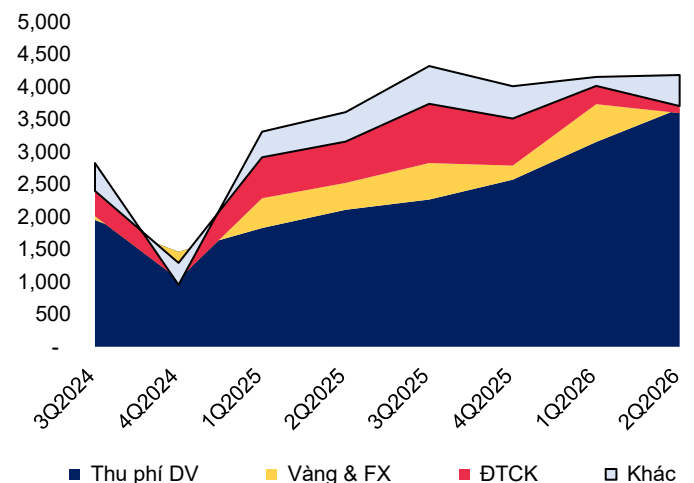
Bên cạnh đó, phí IB được dự báo sẽ duy trì được động lực tăng trưởng khi nhu cầu tài trợ các dự án trung dài hạn vẫn còn rất lớn. Sự chuyển dịch tín dụng từ các khoản vay dự án BĐS sang nhóm tiêu dùng, xây dựng hạ tầng và FMCG cũng dự kiến sẽ đem lại các khoản thu phí thanh toán đáng kể hơn từ thẻ và các khoản vay tín chấp. TCB hướng tới cung cấp giải pháp quản lý tài sản toàn diện cho nhóm KH ưu tiên nhằm tối ưu nguồn thu từ các sản phẩm trong hệ sinh thái. Tổng tài sản quản lý của nhóm này đã vượt mức 877 nghìn tỷ, gấp đôi svck và số lượng KH cũng tăng hơn 50% svck lên 307 nghìn KH.

Hình 16: Cơ cấu thu phí của TCB theo quý (tỷ đồng, % svck)



Nguồn: TCB, MBS Research

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



Nguồn: TCB, MBS Research

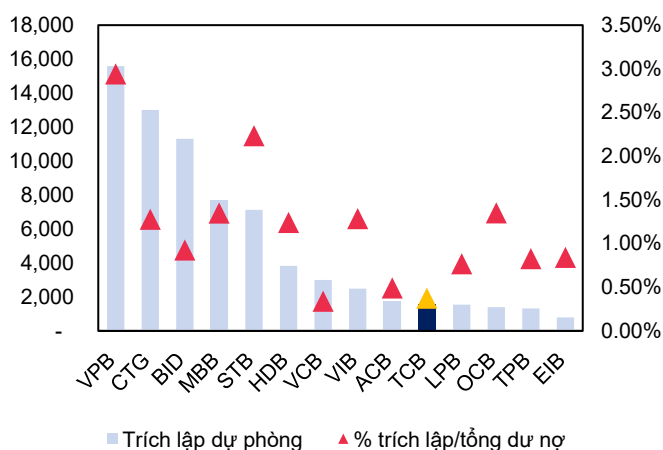
Chi phí tín dụng giảm svck trong năm 2026

NPL và nợ nhóm 2 của TCB đạt lần lượt 1.1% và 0.7%, tăng nhẹ lần lượt 2 và 16 điểm cơ bản so với cuối năm 2025. Nợ nhóm 2 và nợ xấu tăng lần lượt 46.4% và 11.8% so với đầu năm. Nợ xấu của nhóm KHdoanh nghiệp và nhóm KHCN ghi nhận lần lượt đạt 0.26% và 2.26% tại cuối Q2/26. Nợ xấu của nhóm KHdoanh nghiệp tiếp tục giảm 4 điểm cơ bản so với đầu năm trong khi nhóm KHCN ghi nhận tỷ lệ nợ xấu tăng 12 điểm cơ bản. Trong đó cho vay tài trợ BĐS ghi nhận nợ xấu không đáng kể trong khi cho vay mua nhà ghi nhận NPL đạt 1.97%, tiếp tục tăng 13 điểm cơ bản so với quý trước nhưng giảm 27 điểm cơ bản svck.

Trong Q2/26, TCB ghi nhận chi phí trích lập dự phòng đạt 651 tỷ đồng, -35.7% svck và -30.3% so với quý trước. Tỷ lệ chi phí tín dụng trong quý đạt 0.3%, giảm mạnh so với mức 0.55% của Q2/25 và 0.45% trong Q1/26. Lũy kế 6T26, chi phí trích lập đạt 1,586 tỷ đồng, -24.6% svck; tỷ lệ chi phí tín dụng đạt 0.36%, giảm 22 điểm cơ bản svck. Tỷ lệ sử dụng trích lập đạt hơn 54%, không thấp hơn quá nhiều so với mức khoảng 57% của năm 2025.

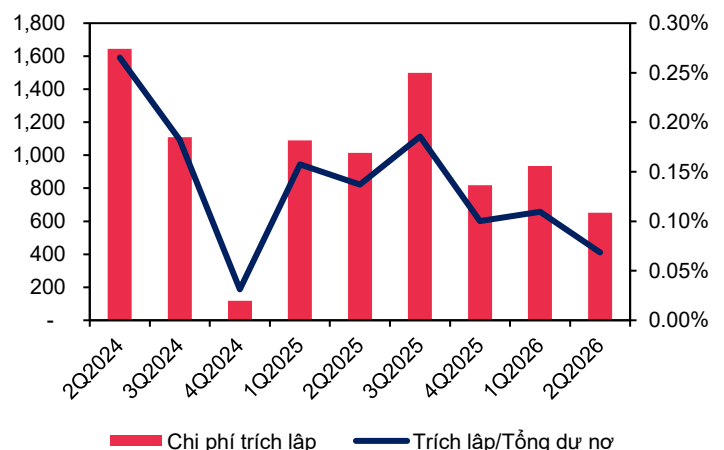
Diễn biến nợ xấu và nợ nhóm 2 cho thấy rằng phần lớn dư nợ nhóm 2 và nợ xấu phát sinh thêm đến từ book của TCB và đến từ mảng cho vay mua nhà. Trong khi đó, động lực mới từ cho vay hạ tầng hiện chưa làm xấu đi danh mục cho vay của TCB, đồng thời hoạt động cho vay tài trợ dự án BĐS của TCB cũng chưa cho thấy dấu hiệu suy giảm qua từng quý. Bên cạnh đó, việc dỡ bỏ các hạn chế đối với các loại hình BĐS thương mại như du lịch, khách sạn... BĐS KCN và NOXH cũng giúp giảm áp lực nợ xấu có thể phát sinh từ ảnh hưởng CIC đối với danh mục cho vay BĐS của TCB. Do vậy, chúng tôi cho rằng mức chi phí tín dụng trong nửa cuối 2026 sẽ tương đương 6T26 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 6T26 (%)



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 2026: TTDD khả quan bù đắp cho sự sụt giảm của NIM

Hình 20: Tóm tắt dự báo KQKD 2026-2027

Các tiêu chí KQKD	2025	2026F	% svck	2027F	% svck	Nhận xét
Tổng thu nhập hoạt động	53,391	60,075	12.5%	71,788	19.5%	
Thu nhập lãi thuần	38,155	43,376	13.7%	51,952	19.8%	
Thu nhập thuần ngoài lãi	15,236	16,699	9.6%	19,836	18.8%	Thu ngoài lãi vẫn chủ yếu đến từ đẩy mạnh bảo hiểm theo các khoản vay KHdoanh nghiệp cho các dự án lớn, đi kèm với đó là khoản thu phí dự báo tăng trưởng mạnh hơn 50% nhờ bảo hiểm và phân phối trái phiếu. Hoạt động đầu tư trái phiếu dự kiến vẫn sẽ gặp khó khăn trong môi trường lãi suất cao.
Chi phí trích lập dự phòng	4,421	4,080	-7.7%	5,229	28.2%	
LNTT	32,538	37,973	16.7%	44,664	17.6%	LNTT 2026 dự kiến hoàn thành 102% KH cả năm.
Tăng trưởng tín dụng (so với đầu năm)	20.7%	22.9%	223 đcb	17.9%	-500 đcb	Tín dụng tại cuối Q3/26 dự kiến tăng khoảng 5% so với cuối Q2/26, trong đó khoảng 10 nghìn tỷ đồng liên quan đến các đại dự án. Tăng trưởng tín dụng dự báo đạt hơn 20% đến cuối 2026, trong đó dự nợ liên quan đến các đại dự án đạt khoảng 40-50 nghìn tỷ đồng.
Tăng trưởng huy động (so với đầu năm)	16.0%	16.1%	7 đcb	24.8%	868 đcb	Tăng trưởng huy động được dự kiến đi ngang so với năm 2025 và nguồn chủ yếu vẫn đến từ GTCG và liên ngân hàng. Mặc dù lãi suất vẫn neo cao nhưng áp lực cạnh tranh giữa các ngân hàng dự kiến sẽ cao hơn. Các khoản vay đại dự án dự kiến sẽ đem về dòng tiền khả quan cho TCB dưới dạng tiền gửi lẫn CASA.
NIM	3.7%	3.6%	-17 đcb	3.6%	0 đcb	NIM cả năm 2026 dự báo vẫn sẽ giảm svck do chi phí vốn vẫn khá cao khi huy động cần đẩy mạnh phục vụ cho việc giải ngân các đại dự án.
CIR	30.8%	30.0%	-78 đcb	30.5%	50 đcb	
CASA	35.9%	36.5%	61 đcb	36.4%	-11 đcb	CASA được dự báo sẽ được hỗ trợ từ các khoản vay KHdoanh nghiệp lớn.
NPL	1.1%	1.1%	2 đcb	1.2%	9 đcb	
LLR	128.1%	126.6%	-150 đcb	116.4%	-1013 đcb	
ROE	16.5%	16.7%	25 đcb	17.0%	31 đcb	
ROA	2.4%	2.3%	-9 đcb	2.2%	-5 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	43,376	51,952	Tăng trưởng				
Lãi thuần từ Dịch vụ	8,042	8,772	13,689	14,782	Tổng tài sản	15.2%	21.8%	20.4%	20.6%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	593	1,642	986	1,034	Cho vay và CK	25.6%	16.2%	18.7%	20.0%
Lãi thuần từ CKkinh doanh	81	52	50	66	Tiền gửi KH & GTCG	16.5%	22.2%	22.5%	21.1%
Lãi thuần từ CKĐT	2,359	2,846	850	2,761	LNTT	17.9%	16.9%	13.8%	18.6%
Lãi thuần từ HĐ khác	343	1,884	1,125	1,193					
Tổng thu nhập hoạt động	46,990	53,391	60,075	71,788	An toàn vốn				
Chi phí hoạt động	15,370	16,432	18,023	21,895	CAR	15.3%	14.6%	14.5%	N/A
Chi phí DPRRTD	4,082	4,421	4,080	5,229	VCSH/Tổng tài sản	15.3%	15.1%	14.5%	13.9%
LNTT	27,538	32,538	37,973	44,664	Đòn bẩy tài chính	6.54	6.63	6.89	7.21
Chi phí thuế TNdoanh nghiệp	5,778	6,584	7,774	9,142					
LNST	21,760	25,954	30,198	35,522	Chất lượng tài sản				
LN cổ đông thiểu số	(237)	(664)	(773)	(909)	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%
LNST cho Ngân hàng	21,523	25,290	29,425	34,613	Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.7%	0.5%	0.7%	0.6%
					Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	113.9%	128.1%	126.6%	116.4%
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	4,388	5,568	Thanh khoản				
Tiền gửi tại NHNN	54,353	82,163	38,486	47,764	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	91.5%	89.8%	93.8%	93.1%
Tiền gửi và cho vay các TCTD	84,590	114,958	188,915	239,261	TS thanh khoản/TTS	30.7%	29.5%	30.7%	32.4%
Chứng khoán kinh doanh	9,001	4,816	7,926	9,345	TS thanh khoản/tiền gửi KH	45.1%	45.8%	45.6%	46.3%
Phái sinh và các CCTC khác	-	-	-	-					
Hoạt động mua nợ	142	31	-	-	Khả năng sinh lợi				
Cho vay khách hàng	631,725	767,617	880,690	1,038,344	ROA	15.8%	16.5%	16.7%	17.0%
Dự phòng cho vay	(8,091)	(10,498)	(12,160)	(14,281)	ROE	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%
Chứng khoán đầu tư	148,624	145,526	200,664	258,846	NIM	4.2%	3.7%	3.6%	3.6%
Đầu tư dài hạn khác	3,103	3,247	3,061	3,076	TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	75.6%	71.5%	72.2%	72.4%
Tài sản cố định	12,467	12,123	13,171	13,840	Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	32.7%	30.8%	30.0%	30.5%
BĐS đầu tư	-	-	-	-					
Tài sản Có khác	39,501	68,001	110,582	129,319	Định giá				
TỔNG TÀI SẢN	978,799	1,192,344	1,435,723	1,731,083	EPS cơ bản (VND)	3,037	3,569	4,152	4,885
					Giá trị sổ sách (VND)	20,521	23,996	27,029	31,913
Nợ NHNN, Chính phủ	12	4,324	4,324	4,324	P/E	10.6x	9.0x	7.8x	6.6x
Tiền gửi, vay các TCTD khác	132,239	144,983	243,070	310,465	P/B	1.6x	1.3x	1.2x	1.0x
Tiền gửi của khách hàng	533,392	618,912	718,581	896,676					
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	239,548	249,203					
Các khoản nợ khác	23,862	26,877	26,020	30,716					
NỢ PHẢI TRẢ	830,859	1,012,843	1,233,961	1,493,800					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	147,940	179,501	201,762	237,282					
Vốn điều lệ	70,649	70,862	113,380	113,380					
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	30,997	33,765					
LN chưa phân phối	42,222	62,774	39,391	71,235					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	2,520	9,457	10,230	11,139					
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	978,799	1,192,344	1,435,723	1,731,083					

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, Ô Chợ Dừa, 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

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyện