

NHTMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM – HSX: TCB ĐẶT RA TIÊU CHUẨN MỚI

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 31,500

Upside: +15%

Ngành Ngân hàng | BSC Research

Trung tâm phân tích BSC

Đoàn Minh Trí
(Chuyên viên phân tích)
tridm@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** cho **TCB** với giá mục tiêu cập nhật là **31,500 đồng/cp** (upside **15%** so với giá đóng cửa 04/03/2025). Giá mục tiêu được điều chỉnh tăng khoảng 7% so với giá mục tiêu gần nhất (tham khảo [Báo cáo triển vọng ngành 2025](#)) chủ yếu do chúng tôi cập nhật thời điểm định giá về cuối 2025.

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	27,500
Cổ phiếu LH (Triệu):	7,065
Vốn hoá (Tỷ VND):	194,283
Thanh khoản 30n (Triệu):	14.1
Sở hữu nước ngoài:	22.5%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Tiền phong về sản phẩm huy động giúp kiểm soát chi phí vốn.** Với những kết quả ấn tượng từ Auto-earning và CD Bảo Lộc trong 2024, BSC cho rằng TCB hoàn toàn có cơ sở để đặt mục tiêu đưa tỷ lệ CASA quay trở về mức 50% trong 1-2 năm tới. Điểm đặc biệt là dường như chưa có ngân hàng đối thủ nào có thể bắt chước sản phẩm này của TCB.
- Nhiều triển vọng để cải thiện NIM trong 2025-2026.** Với dự kiến thị trường BĐS tiếp tục phục hồi trong 2025 về nguồn cung căn hộ, BSC đánh giá TCB có triển vọng cải thiện NIM vượt trội so với ngành trong giai đoạn 2 năm tới khi chính sách “lãi suất linh hoạt” đang áp dụng cho các chủ đầu tư dần được thu hồi. Trong kịch bản cơ sở, BSC dự báo NIM 2025F-2026F của TCB đạt lần lượt 4.3% (+9bps YoY) và 4.4% (+7bps YoY), lạc quan so với ngành.
- Định giá hiện mới tiệm cận trung bình lịch sử.** TCB hiện có P/B dự phóng 1 năm = 1.2x (tương đương trung bình các ngân hàng so sánh) và P/B TTM = 1.4x (mới tiệm cận trung bình lịch sử 7 năm), chưa hoàn toàn tương xứng với triển vọng.

CATALYST

BLĐ từng đặt ra mục tiêu vốn hóa TCB đạt 20 tỷ USD và TCBS đạt 5 tỷ USD đến 2025 (so với vốn hóa hiện tại lần lượt ở khoảng 8 và 2 tỷ USD). Dù không gặp áp lực về mặt vốn, IPO TCBS có thể là cách để ngân hàng được thị trường tái định giá trong năm nay.

DỰ BÁO KQKD 2025-2026

BSC điều chỉnh giảm nhẹ 1.3% dự báo LNTT 2025F của TCB xuống 32.7 nghìn tỷ (+19% YoY) và đưa ra dự báo lần đầu LNTT 2026F ở mức 40.1 nghìn tỷ (+23% YoY). Động lực chính đến từ thu nhập lãi thuần với dự báo 2025F gần như được giữ nguyên ở 43.5 nghìn tỷ (+23% YoY) và 2026F đạt 52.7 nghìn tỷ (+21% YoY). Chi tiết điều chỉnh các cấu phần dự báo xem [tại đây](#).

RỦI RO

NIM thấp hơn dự kiến do tình trạng cạnh tranh và thị trường BĐS phục hồi chậm hơn kì vọng. Chi phí tín dụng cao hơn dự kiến do các khoản cho vay mảng bán lẻ.

KQKD	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	40,061	46,990	56,917	68,650
LNTT	22,888	27,538	32,684	40,057
EPS	5,111	3,046	3,616	4,431
BVPS	36,990	20,583	23,590	27,298
ROAE	14.8%	15.6%	16.4%	17.4%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Tổng quan kết quả kinh doanh Q4/2024 và cả năm 2024

TCB công bố LNTT Q4/24 đạt gần 4.7 nghìn tỷ (-19% YoY), lũy kế cả năm 2024 đạt 27.5 nghìn tỷ (+20% YoY), hoàn thành 100% dự báo của BSC.

- Thu nhập lãi thuần cả năm 2024 đạt 35.5 nghìn tỷ (+28% YoY), phù hợp dự báo của BSC và tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của ngân hàng.
- Cấu phần thu ngoài lãi thấp hơn dự kiến (do ghi nhận chi phí bồi thường Manulife vào chi phí khác thay vì chi phí hoạt động) khiến tổng thu nhập hoạt động chỉ hoàn thành 95% dự báo, đạt 47.0 nghìn tỷ (+17% YoY).
- Chi phí trích lập dự phòng trong Q4/24 ở mức khiêm tốn, chỉ hơn 0.1 nghìn tỷ (-93% YoY), cũng là cấu phần giải thích cho việc doanh thu thấp hơn kỳ vọng nhưng lợi nhuận vẫn hoàn thành dự báo của BSC.

Hình 1: KQKD Q4/2024 và cả năm 2024 so với cùng kỳ và dự báo của BSC

Đơn vị: tỷ đồng (trừ khi ghi chú)

Các chỉ tiêu KQKD	4Q23	4Q24	%YoY	FY23	FY24	%YoY	BSC dự báo	% Dự báo
Thu nhập lãi	14,445	15,065	4%	56,708	60,089	6%	60,364	100%
Chi phí lãi	(6,848)	(6,463)	-6%	(29,017)	(24,581)	-15%	(24,687)	100%
Thu nhập lãi thuần	7,597	8,602	13%	27,691	35,508	28%	35,677	100%
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	2,496	1,463	-41%	8,715	8,042	-8%	9,380	86%
Lãi từ kinh doanh ngoại hối	313	(424)	-236%	196	593	203%	979	61%
Lãi từ mua bán chứng khoán	280	252	-10%	990	2,440	146%	2,316	105%
Thu nhập từ góp vốn	24	0	-100%	35	65	86%	69	93%
Thu nhập khác	309	(338)	-209%	2,434	343	-86%	1,037	33%
Thu nhập ngoài lãi	3,420	953	-72%	12,370	11,482	-7%	13,780	83%
Tổng thu nhập hoạt động	11,017	9,555	-13%	40,061	46,990	17%	49,457	95%
Chi phí hoạt động	(3,610)	(4,741)	31%	(13,252)	(15,370)	16%	(16,934)	91%
Lợi nhuận trước dự phòng	7,407	4,814	-35%	26,809	31,621	18%	32,523	97%
Chi phí dự phòng	(1,634)	(118)	-93%	(3,921)	(4,082)	4%	(5,242)	78%
Lợi nhuận trước thuế	5,773	4,696	-19%	22,888	27,538	20%	27,282	101%
Lợi nhuận sau thuế	4,482	3,420	-24%	18,191	21,760	20%	21,683	100%
LNST thuộc cổ đông mẹ	4,439	3,371	-24%	18,004	21,523	20%	21,460	100%

Nguồn: TCB, BSC Research

Tiếp tục cam kết với chiến lược đa dạng hóa danh mục tín dụng.

So với quý trước, TCB cải thiện hơn 3 điểm % tăng trưởng tín dụng và kết thúc 2024 với mức tăng trưởng tín dụng 21% YTD (phù hợp dự báo), đóng góp chính từ cho vay các lĩnh vực bán buôn bán lẻ ô tô xe máy (+22% YTD), công nghiệp chế biến chế tạo (+39% YTD) cũng như mảng cho vay kí quỹ ở TCBS (+56% YTD).

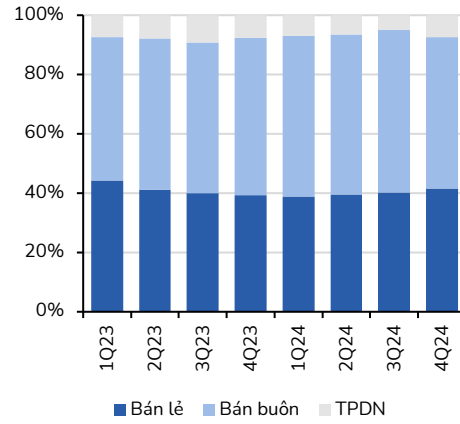
Ngược lại, cho vay chủ đầu tư kinh doanh BĐS tại cuối Q4 giảm so với quý trước (cả năm +6% YTD), qua đó tiếp tục đưa tỷ trọng trong tổng danh mục tín dụng của TCB giảm xuống 33% tại cuối 2024 (so với 37% cùng kỳ). Điều này tiếp tục thể hiện định hướng đa dạng hóa danh mục cho vay sang các ngành nghề ngoài kinh doanh BĐS của TCB.

Q4/2024 ghi nhận sự gia tăng đột biến của dư nợ TPDN (+54% QoQ) tuy nhiên BLE cho biết hiện tượng này sẽ không được duy trì sang 2025. Hiệu ứng nền thấp trong 2024 sẽ

phai dẫn, do đó TCB cũng đặt kế hoạch thận trọng hơn về mảng TPDN trong 2025, xu hướng chung vẫn chủ yếu là trái phiếu của TCTD.

Hình 2: Cơ cấu tín dụng theo phân khúc khách hàng

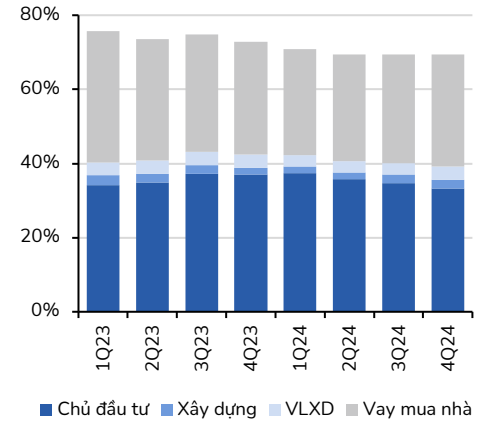
Đơn vị: %



Nguồn: BSC Research

Hình 3: Tỷ trọng tín dụng ở lĩnh vực BĐS và liên quan

Đơn vị: %



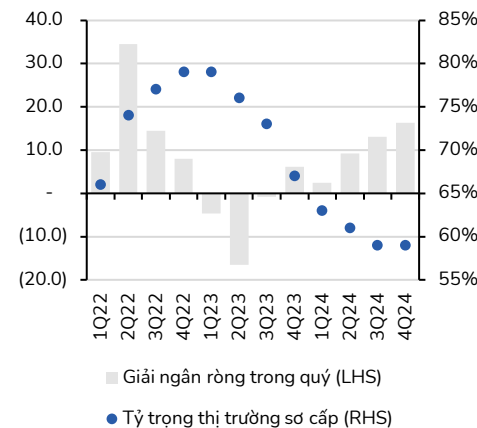
Nguồn: BSC Research

Tín dụng bán lẻ của TCB cho thấy tín hiệu phục hồi trong 2024 (+29% YTD) và đưa tỷ trọng tăng lên 42% danh mục so với 39% cùng kỳ năm trước.

Trong đó, mảng cho vay mua nhà đóng góp chính (+22% YTD) với số dư giải ngân ròng (doanh số giải ngân trừ đi trả trước hạn) được cải thiện qua từng quý. Dù vậy, tỷ trọng giải ngân mua nhà sơ cấp của TCB vẫn suy giảm, thể hiện khó khăn chung của thị trường về vấn đề nguồn cung. So với cuối 2023, tỷ trọng cho vay mua nhà trong tổng danh mục tín dụng của TCB tại cuối 2024 không có nhiều thay đổi, hiện chiếm 30%.

Hình 4: Giải ngân ròng cho vay mua nhà của TCB tiếp tục phục hồi

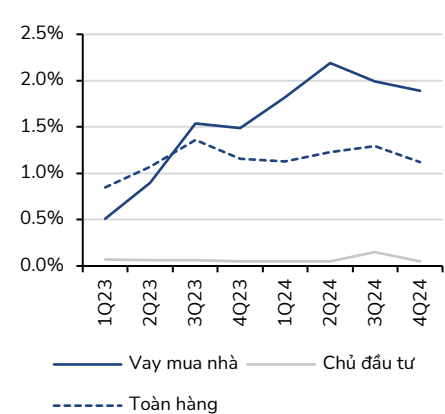
Đơn vị: tỷ đồng (LHS)



Nguồn: TCB, BSC Research

Hình 5: Tỷ lệ nợ xấu lĩnh vực BĐS và nợ xấu toàn hàng của TCB

Đơn vị: %



Nguồn: TCB, BSC Research

Chất lượng tài sản được củng cố, liên đới CIC có xu hướng giảm.

Điểm sáng trên bảng cân đối đến từ tỷ lệ nợ xấu của mảng cho vay mua nhà có dấu hiệu đạt đỉnh từ Q2/2024 khi giảm liên tiếp trong 2 quý sau đó, từ đó giúp cải thiện tỷ lệ nợ xấu toàn hàng.

Tại cuối Q4/2024, tỷ lệ nợ xấu toàn hàng của TCB ở mức 1.1% (-17bps QoQ), trong đó tỷ lệ nợ xấu cho vay mua nhà giảm xuống 1.9% so với 2.0% ở quý trước, trong khi tỷ lệ nợ xấu cho vay chủ đầu tư duy trì ở mức 0.1% không đáng kể.

Xin nhắc lại, tỷ lệ nợ xấu kinh doanh BĐS vốn dĩ thấp đối với TCB là nhờ chính sách “lãi suất linh hoạt” được ngân hàng duy trì cho các chủ đầu tư (chủ yếu phân khúc cao cấp).

Qua đó, TCB gần như không trích lập ròng thêm trong Q4 (chi phí trích lập mới được bù trừ với chi phí hoàn nhập ở 1 số mảng), vượt kì vọng của BSC. Bộ đệm LLCR cũng gia tăng lên 114% (+10 điểm % QoQ), cao thứ 4 trong ngành chỉ sau 3 NHTM quốc doanh.

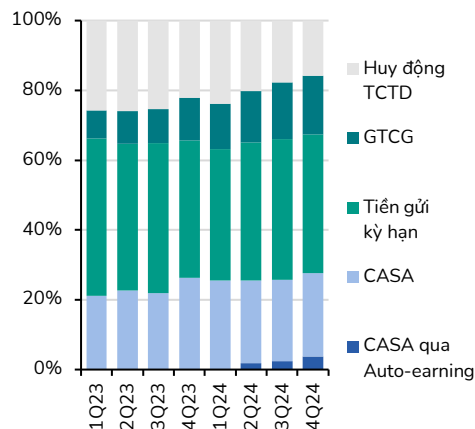
Ngoài ra, theo quan sát của BSC, ảnh hưởng liên đới CIC lên chất lượng tài sản của TCB cũng đang có dấu hiệu ổn định dần. Xét số dư của các nhóm nợ tại cuối mỗi quý, tỷ trọng của liên đới CIC lên nợ nhóm 2 giảm từ trung bình 30% trong 2023 xuống 25% trong 2024, còn lên nợ xấu giảm từ trung bình 20% trong 2023 xuống 16% trong 2024.

Khẳng định vị thế quán quân trong cuộc đua CASA.

Trái ngược với giải ngân tín dụng, TCB gia tăng huy động từ tiền gửi thị trường 1 và giấy tờ có giá tương đối mạnh trong Q4/2024, giúp cải thiện LDR thuần xuống 94% so với 101% ở quý trước. Huy động liên ngân hàng có xu hướng giảm tỷ trọng trong bối cảnh lãi suất thị trường 2 đã duy trì ở mức cao (trung bình ON >4%) kể từ Q2/2024 đến nay.

Hình 6: Cơ cấu huy động

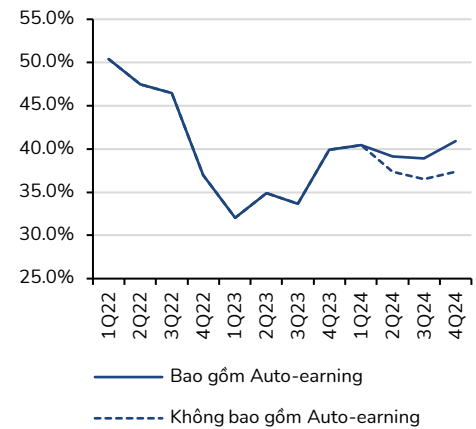
Đơn vị: %



Nguồn: TCB, BSC Research

Hình 7: Tỷ lệ CASA

Đơn vị: %



Nguồn: TCB, BSC Research

Điểm ấn tượng nhất là tỷ lệ CASA (bao gồm số dư Auto-earning) đạt 41% tại cuối 2024 và duy trì vị thế top 1 ngành. Với đóng góp từ các hoạt động marketing và hiệu ứng tích cực từ sự kiện ATVNCG, số dư Auto-earning của TCB gia tăng lên khoảng 32 nghìn tỷ (+63% QoQ) tại cuối Q4/2024.

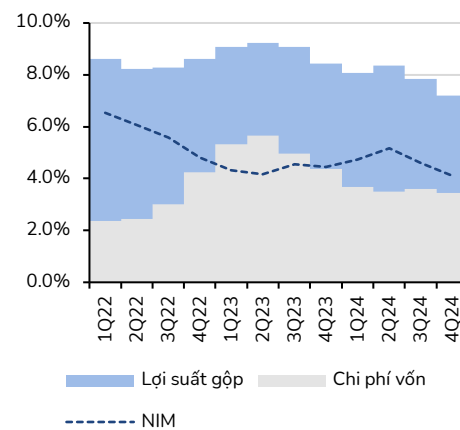
Phiên bản Auto-earning 2.0 (không giới hạn về số dư tối thiểu được tính lãi) đã vừa được nâng cấp. BSC cho rằng thành công của sản phẩm này trong việc tối ưu hóa chi phí huy động sẽ tiếp tục được đảm bảo, và TCB đang đặt ra tiêu chuẩn mới cho ngành trong cuộc đua CASA.

NIM bán lẻ chịu áp lực từ cuộc chiến về giá trong khi NIM bán buôn tiếp tục phục hồi.

Cũng nhờ đó, dù huy động tăng mạnh trong Q4, chi phí vốn của TCB vẫn được kiểm soát tương đối tốt (-14bps QoQ). Việc NIM trong quý thu hẹp xuống 4.1% (-50bps QoQ) chủ yếu đến từ lợi suất tài sản suy giảm mạnh (-64bps QoQ), trong đó BSC ước tính NIM của phân khúc bán lẻ là tác nhân chính do xu hướng cạnh tranh lãi suất trong ngành.

Hình 8: NIM toàn hàng và chênh lệch lợi suất gộp – chi phí vốn

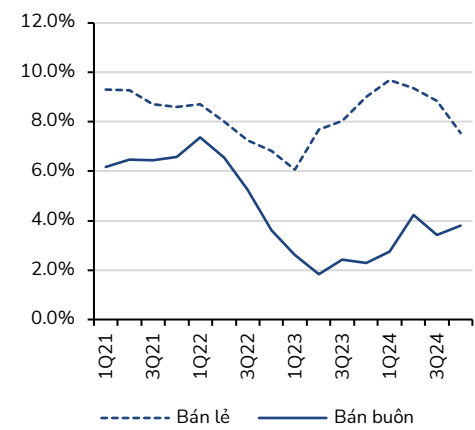
Đơn vị: %



Nguồn: TCB, BSC Research

Hình 9: NIM cho vay theo phân khúc khách hàng

Đơn vị: %



Nguồn: TCB, BSC Research

Cập nhật về chiến lược mảng bảo hiểm sau khi chính thức chấm dứt hợp tác với Manulife với khoản chi phí bồi thường hơn 1.8 nghìn tỷ vừa ghi nhận trong Q4/2024.

TCB đang tạm thời có thỏa thuận với TCA và AIA về sản phẩm sau khi chấm dứt hợp tác với Manulife. Ngân hàng sẽ tiếp tục tìm kiếm đối tác banca chiến lược. Về việc thành lập công ty bảo hiểm nhân thọ (xin ý kiến cổ đông vào 21/02/2025), tỷ lệ sở hữu của TCB sẽ >50%. Nguyên nhân đến từ việc có quá nhiều khoảng cách giữa bên phân phối và bên phát triển sản phẩm. Việc này có thể sẽ ảnh hưởng đến CAR riêng lẻ của ngân hàng.

Động thái này diễn ra sau khi TCB thành lập công ty bảo hiểm phi nhân thọ TCI vào cuối tháng 10/2024 (ngân hàng sở hữu 11% nhưng có ảnh hưởng đáng kể lên điều hành). Sau 1 tháng, TCI đã ký kết hợp tác chiến lược toàn diện với PVI (top 1 thị phần trong mảng bảo hiểm phi nhân thọ).

Các bước đi này thể hiện tham vọng hoàn thiện hệ sinh thái của TCB. Với 1 lịch sử luôn tiên phong trong ngành về mặt sản phẩm, BSC tin rằng ngân hàng sẽ có thể khai thác đầy đủ tiềm năng của mảng thu phí này (từ đó đa dạng hóa nguồn thu) một khi thị trường bảo hiểm phục hồi.

II. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Cập nhật dự báo KQKD 2025F-2026F.

BSC chỉ điều chỉnh giảm nhẹ 1.3% dự báo LNTT 2025F của TCB xuống 32.7 nghìn tỷ (+19% YoY) và đưa ra dự báo lần đầu LNTT 2026F ở mức 40.1 nghìn tỷ (+23% YoY). Trong đó, các cấu phần chính được điều chỉnh như sau:

BSC gần như giữ nguyên dự báo thu nhập lãi thuần 2025F ở 43.5 nghìn tỷ (+23% YoY) khi đồng thời điều chỉnh tăng 1 điểm % dự báo tăng trưởng tín dụng lên 22% và giảm 17bps dự báo NIM xuống 4.3%, duy trì kì vọng sự cải thiện +9bps YoY. BSC có phần lạc quan hơn phía ngân hàng khi BLĐ đưa ra định hướng NIM đi ngang trong 2025 do sự lệch pha giữa diễn biến của lãi suất đầu ra và lãi suất đầu vào được dự kiến sẽ tiếp diễn ít nhất là trong 1H25.

Chúng tôi cho rằng **(1)** sự thành công tiếp diễn của Auto-earning giúp kiểm soát chi phí vốn và **(2)** sự phục hồi về nguồn cung trên thị trường BĐS, trong đó được đóng góp bởi nhiều dự án của Vinhomes và Masterise, sẽ giúp ngân hàng cải thiện được lợi suất tài sản kể từ 2025 qua việc thúc đẩy quá trình “đảo ngược chính sách lãi suất linh hoạt”. Đây cũng là cơ sở để BSC đưa ra dự báo NIM 2026F tiếp tục mở rộng lên 4.4% (+7bps YoY). Nhìn chung, chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng của TCB trong 1-2 năm tới vẫn sẽ đến từ thu nhập lãi thuần.

Điều chỉnh giảm chủ yếu nằm ở cấu phần thu nhập ngoài lãi, giảm 11.1% xuống 13.4 nghìn tỷ trong 2025 (+17% YoY) khi BSC cho rằng các yếu tố bao gồm **(1)** quy định mới về tín dụng hóa sản phẩm LC khiến nguồn thu phí trước đây từ giờ sẽ được ghi nhận vào thu nhập lãi và **(2)** các công ty bảo hiểm mới thành lập sẽ cần thời gian để đóng góp có ý nghĩa vào thu nhập phí của ngân hàng sẽ ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng của thu nhập phí trong ngắn hạn. Dù vậy, mức tăng trưởng của thu nhập phí 2025 (dự báo +10% YoY) nhiều khả năng sẽ cao hơn 2024, phù hợp với định hướng của BLĐ.

Yếu tố hỗ trợ tăng trưởng trong 2025 sẽ đến từ mức nền thấp trong 2024 do khoản chi phí 1 lần 1.8 nghìn tỷ bồi thường cho Manulife.

Dự báo chi phí dự phòng 2025F cũng được điều chỉnh giảm 9.3% xuống 5.9 nghìn tỷ (+45% YoY), tương ứng với giả định tỷ lệ nợ xấu đi ngang ở mức 1.1% và chi phí tín dụng duy trì ổn định ở trên 0.8%. TCB cũng đang xây dựng kịch bản tỷ lệ nợ xấu đi ngang và chi phí tín dụng được kiểm soát <1%.

Dù chất lượng tài sản của ngân hàng cho thấy tín hiệu lạc quan trong Q4/2024 vừa qua, BSC vẫn đưa ra dự báo thận trọng về mức độ trích lập của ngân hàng trong 2025 do tình hình chung vẫn còn nhiều khó khăn, trong đó nhiều ngân hàng lớn khác nhận định rằng tỷ lệ nợ xấu toàn ngành có thể còn gia tăng sau khi Thông tư 02 về tái cơ cấu nợ không được gia hạn. Trong bối cảnh đó, BSC kì vọng TCB sẽ tiếp tục củng cố bộ đệm LLCR với dự báo đạt khoảng 119% tại cuối 2025 (+5 điểm % YoY).

Điều này là hợp lý khi TCB đang có ý định mở rộng sang mảng cho vay tín chấp (hiện tỷ trọng đóng góp chưa đáng kể). Mảng bán lẻ này về cơ bản có tỷ lệ nợ xấu cao hơn, tuy nhiên được bù lại về mặt NIM (lợi suất tốt hơn trên tài sản chịu trọng số rủi ro). Về trung dài hạn, BLĐ đặt mục tiêu đưa tỷ trọng tín dụng doanh nghiệp/cá nhân từ 60/40 hiện tại thành 50/50.

Hình 10: Cập nhật dự báo KQKD 2025F-2026F

Đơn vị: tỷ đồng (trừ khi ghi chú)

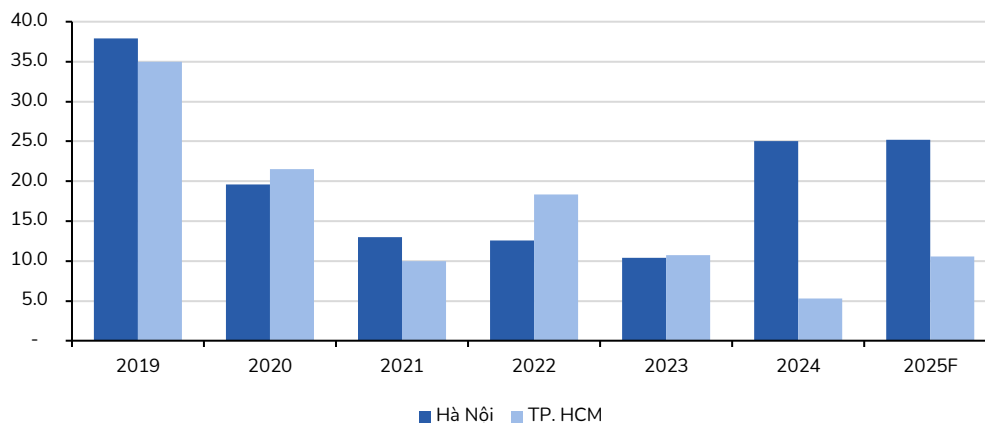
Các chỉ tiêu KQKD	Thực tế	Dự báo cũ	Dự báo mới		Điều chỉnh
	2024	2025F	2025F	2026F	2025F
Thu nhập lãi thuần	35,508	43,224	43,488	52,680	0.6%
YoY	28.2%	21.2%	22.5%	21.1%	
Thu nhập ngoài lãi	11,482	15,107	13,428	15,970	-11.1%
YoY	-7.2%	9.6%	16.9%	18.9%	
Tổng thu nhập hoạt động	46,990	58,331	56,917	68,650	-2.4%
YoY	17.3%	17.9%	21.1%	20.6%	
Chi phí hoạt động	(15,370)	(18,700)	(18,312)	(21,710)	-2.1%
YoY	16.0%	10.4%	19.1%	18.6%	
Lợi nhuận trước dự phòng	31,621	39,631	38,604	46,940	-2.6%
YoY	17.9%	21.9%	22.1%	21.6%	
Chi phí dự phòng	(4,082)	(6,525)	(5,920)	(6,882)	-9.3%
YoY	4.1%	24.5%	45.0%	16.3%	
LNTT	27,538	33,106	32,684	40,057	-1.3%
YoY	20.3%	21.3%	18.7%	22.6%	
LNST thuộc cổ đông mẹ	21,523	26,041	25,545	31,307	-1.9%
YoY	19.5%	21.3%	18.7%	22.6%	

Các giả định chính	Thực tế	Dự báo cũ	Dự báo mới		Điều chỉnh
	2024	2025F	2025F	2026F	2025F
Tăng trưởng tín dụng	21.7%	20.7%	22.1%	20.7%	1 điểm %
Tăng trưởng huy động	24.9%	21.9%	22.1%	23.9%	0 điểm %
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.7%	0.9%	0.7%	0.7%	-15 bps
Tỷ lệ NPL	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	7 bps
NIM	4.2%	4.5%	4.3%	4.4%	-17 bps
CIR	32.7%	32.1%	32.2%	31.6%	12 bps
Chi phí tín dụng	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	-10 bps
LLCR	113.9%	125.0%	118.7%	118.9%	-6 điểm %
ROAE	15.6%	16.5%	16.4%	17.4%	-18 bps

Nguồn: TCB, BSC Research

Hình 11: Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội và TP. HCM tiếp tục phục hồi vào 2025

Đơn vị: nghìn căn



Nguồn: Savills, BSC Research tổng hợp

Hình 12: Nhiều dự án Vinhomes và Masterise mới/chuẩn bị mở bán trong 2024-2025

Chủ đầu tư	Tên dự án	Diện tích	Địa điểm	Mở bán
Vingroup	Vinhomes Vũ Yên	877ha	Hải Phòng	Q2/2024
	Vinhomes Cổ Loa	385ha	Hà Nội	Q3/2024
	Vinhomes Wonder Park	133ha	Hà Nội	Q3/2024
	Vinhomes Dương Kinh	241ha	Hải Phòng	Dự kiến 2025
	Vinhomes Phước Vĩnh Tây	1090ha	Long An	Dự kiến 2025
	Vinhomes Hạ Long Xanh	4110ha	Hạ Long	Dự kiến 2025
Masterise	Lumière Evergreen	2ha	Hà Nội	Q1/2024
	The Centric	7ha	Hải Phòng	Q2/2024
	Lumière SpringBay	3ha	Hà Nội	Q2/2024
	Masteri Grand Avenue	1ha	Hà Nội	Q4/2024
	Masteri Lakeside	2ha	Hà Nội	Q4/2024
	Masteri Grand View	15ha	TP. HCM	Q4/2024

Nguồn: BSC Research tổng hợp

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Luận điểm đầu tư

BSC duy trì khuyến nghị TCB dựa trên các luận điểm sau:

- **Tiên phong về sản phẩm huy động giúp kiểm soát chi phí vốn.** Với những kết quả ấn tượng từ Auto-earning và CD Bảo Lộc trong 2024, BSC cho rằng TCB hoàn toàn có cơ sở để đặt mục tiêu đưa tỷ lệ CASA quay trở về mốc 50% trong 1-2 năm tới. Dù huy động qua Auto-earning có chi phí vốn cao hơn CASA thông thường (nhưng vẫn thấp hơn tiền gửi có kỳ hạn), ngân hàng vẫn có dư địa để tối ưu hóa chi phí vốn bình quân, tiếp tục đảm bảo khả năng tăng trưởng tín dụng >20% mỗi năm. Điểm đặc biệt là dường như không có ngân hàng đối thủ nào có thể hoàn toàn bắt chước sản phẩm này của TCB. Điều này sẽ tiếp tục khẳng định ngôi vị quán quân của ngân hàng trong cuộc đua CASA.
- **Nhiều triển vọng để cải thiện NIM trong 2025-2026.** Với dự kiến thị trường BĐS dân cư tiếp tục phục hồi trong 2025 về nguồn cung căn hộ, trong đó được đóng góp nhiều từ các dự án của Vinhomes và Masterise (hệ sinh thái của ngân hàng), BSC đánh giá TCB là cái tên có triển vọng cải thiện NIM vượt trội so với ngành trong giai đoạn 2 năm tới khi chính sách “lãi suất linh hoạt” đang áp dụng cho các chủ đầu tư (khoảng 10-15% tỷ trọng danh mục) dần được thu hồi. Như đề cập ở trên, ngân hàng hiện đang phân bổ 33% tín dụng vào cho vay kinh doanh BĐS và 30% tín dụng vào cho vay người mua nhà. Trong kịch bản cơ sở, BSC dự báo NIM 2025F-2026F của TCB đạt lần lượt 4.3% (+9bps YoY) và 4.4% (+7bps YoY).
- **Định giá hiện mới tiệm cận trung bình lịch sử.** Tại thời điểm báo cáo, TCB có P/B dự phóng 1 năm = 1.2x (tương đương trung bình các ngân hàng so sánh) và P/B TTM = 1.4x (mới tiệm cận trung bình lịch sử 7 năm). BSC cho rằng mức định giá này chưa hoàn toàn tương xứng với triển vọng của TCB.

Catalyst

2025 có thể là năm cột mốc quan trọng của TCB. Trước đó BLĐ từng đặt ra mục tiêu vốn hóa TCB đạt 20 tỷ USD và TCBS đạt 5 tỷ USD đến 2025 (so với vốn hóa hiện tại lần lượt ở khoảng 8 và 2 tỷ USD). Dù không gặp áp lực về mặt vốn, phát hành riêng lẻ hoặc IPO TCBS có thể là cách để ngân hàng được thị trường tái định giá trong năm nay. Thời điểm của thương vụ này (nếu diễn ra) được kì vọng sẽ rơi vào nửa cuối 2025 khi thị trường được kì vọng trở nên sôi động hơn.

Định giá

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** cho **TCB** với giá mục tiêu cập nhật là **31,500 đồng/cp** (upside **15%** so với giá đóng cửa 04/03/2025). Giá mục tiêu được điều chỉnh tăng khoảng 7% so với giá mục tiêu gần nhất (tham khảo [Báo cáo triển vọng ngành 2025](#)) chủ yếu do chúng tôi cập nhật thời điểm định giá về cuối 2025 trong khi dự báo CAGR LNST giai đoạn 5 năm tới gần như được giữ nguyên ở mức 20%/năm. P/B mục tiêu 1 năm cũng

được giữ nguyên ở mức 1.3x, không đổi so với báo cáo gần nhất do chưa có thay đổi nhiều về kì vọng ROAE.

Với triển vọng tăng trưởng như vậy và CAR duy trì trong khoảng mục tiêu 14-15%, BSC kì vọng TCB sẽ tiếp tục duy trì chính sách cổ tức tiền mặt 2025 tương tự 2024 (15% cổ tức tiền mặt) và ít nhất 20% LNST trong các năm sau đó.

Tương tự các báo cáo trước, chúng tôi duy trì phân bổ tỷ trọng 70/30 lần lượt cho phương pháp P/B và thu nhập thặng dư khi cho rằng diễn biến giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng nhiều hơn bởi các yếu tố trong ngắn hạn, nhất là những chuyển biến trên thị trường BĐS.

Rủi ro

- NIM thấp hơn dự kiến do tình trạng cạnh tranh lãi suất và sự phục hồi của thị trường BĐS chậm hơn kì vọng.
- Nợ xấu hình thành và chi phí tín dụng cao hơn dự kiến do các khoản cho vay ở phân khúc bán lẻ.

Hình 13: Tổng hợp kết quả định giá theo 2 phương pháp

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý
Thu nhập thặng dư	30%	33,500
P/B (P/B mục tiêu = 1.3x)	70%	30,667
Giá mục tiêu		VND 31,517
Giá đóng cửa 04/03/2025		VND 27,500
Tiềm năng tăng giá		15%

Hình 14: Chi phí VCSH

Giá định chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Phần bù rủi ro	10.0%
Beta điều chỉnh	1.2
Chi phí VCSH	15.3%

Phân bổ giá trị hiện tại thu nhập thặng dư

Giai đoạn 2025F-2029F	29.3%
Giá trị dài hạn	70.7%

Nguồn: BSC Research

Hình 15: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư (đơn vị: tỷ đồng trừ khi ghi chú)

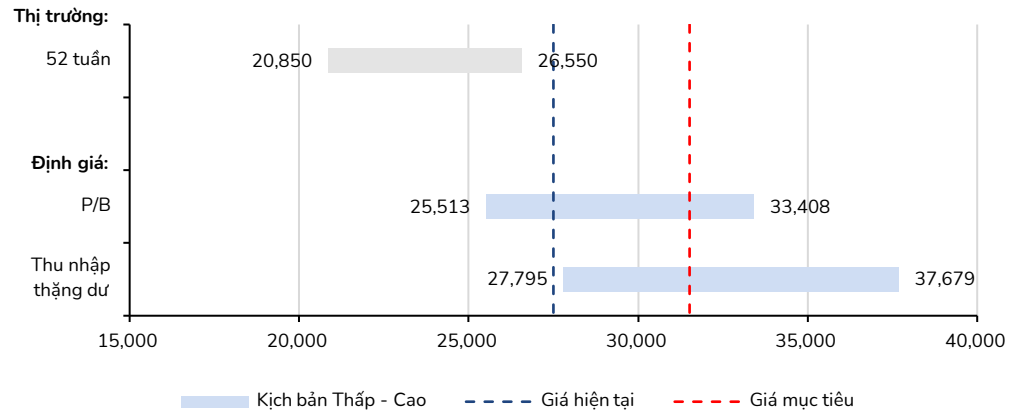
	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LNST thuộc cổ đông mẹ	25,545	31,307	38,914	45,575	53,140
(-) Chi phí VCSH	23,870	27,499	32,000	37,388	43,646
Lợi nhuận thặng dư	1,674	3,809	6,914	8,187	9,494
Giá trị dài hạn (g = 3.0%)					85,381
Hệ số chiết khấu	-	0.8	1.8	2.8	3.8
Giá trị hiện tại	-	2,963	5,725	5,880	5,914
					49,534
Tổng giá trị hiện tại	70,016				
(+) Giá trị sổ sách VCSH	166,659				
Tổng giá trị VCSH	236,675				
SLCP lưu hành (triệu)	7,065				
Giá trị hợp lý	VND 33,500				

(P/B FY+1 ngầm định = 1.4x)

Nguồn: BSC Research

Hình 16: Khoảng định giá theo phân tích kịch bản

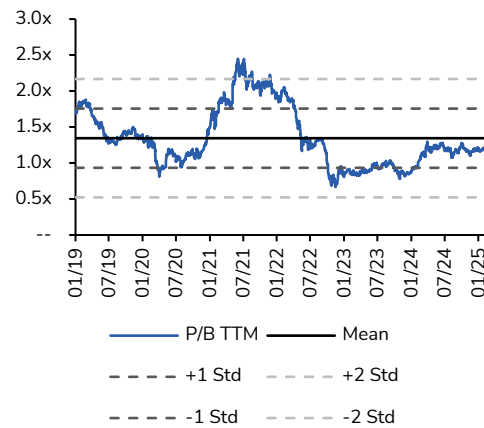
Đơn vị: nghìn đồng/cp



Nguồn: BSC Research

Hình 17: Định giá P/B lịch sử

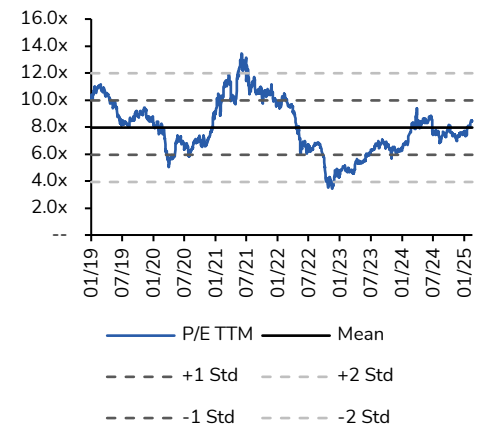
Đơn vị: lần



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 18: Định giá P/E lịch sử

Đơn vị: lần



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Phụ lục

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	Chỉ số	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi	56,708	60,089	76,651	95,269	Quy mô				
Chi phí lãi	(29,017)	(24,581)	(33,163)	(42,589)	Thị phần cho vay	3.7%	3.9%	4.1%	4.3%
Thu nhập lãi thuần	27,691	35,508	43,488	52,680	Thị phần tiền gửi	3.4%	3.6%	3.8%	4.1%
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	8,715	8,042	8,841	10,423	An toàn vốn				
Lãi từ kinh doanh ngoại hối	196	593	593	593	CAR Basel 2	14.4%	15.3%	14.8%	14.3%
Lãi từ mua bán chứng khoán	990	2,440	1,626	1,859	VCSH/TTS	15.3%	14.9%	14.3%	13.7%
Thu nhập từ góp vốn	35	65	65	65	Đòn bẩy	6.5x	6.7x	7.0x	7.3x
Thu nhập khác	2,434	343	2,304	3,030	Chất lượng tài sản				
Tổng thu nhập hoạt động	40,061	46,990	56,917	68,650	Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
Chi phí hoạt động	(13,252)	(15,370)	(18,312)	(21,710)	Tỷ lệ nợ xấu	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
Lợi nhuận trước dự phòng	26,809	31,621	38,604	46,940	LLCR	102.1%	113.9%	118.7%	118.9%
Chi phí dự phòng	(3,921)	(4,082)	(5,920)	(6,882)	DPRR cụ thể/Nợ xấu	39.5%	50.2%	50.2%	50.6%
Lợi nhuận trước thuế	22,888	27,538	32,684	40,057	DPRR/Nợ nhóm 2-5	58.7%	70.1%	73.1%	73.1%
Chi phí thuế TNDN	(4,697)	(5,778)	(6,858)	(8,405)	Thanh khoản				
Lợi nhuận sau thuế	18,191	21,760	25,826	31,652	LDR thuần	96.2%	93.8%	93.8%	91.4%
Lợi ích của CBTS	(187)	(237)	(281)	(345)	LDR TT22	75.8%	79.1%	80.3%	79.5%
LNST thuộc cổ đông mẹ	18,004	21,523	25,545	31,307	Vay ròng LNH/Tiền gửi	10.8%	8.9%	7.7%	5.7%
Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	Hiệu quả sinh lời				
Tổng tài sản	849,482	978,799	1,163,232	1,403,014	Lợi suất gộp	8.3%	7.2%	7.6%	8.0%
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3,621	3,385	4,023	4,852	Chi phí vốn	4.6%	3.3%	3.7%	4.0%
Tiền gửi tại NHNN Việt Nam	27,141	54,353	63,290	65,250	NIM	4.0%	4.2%	4.3%	4.4%
Tiền gửi tại các TCTD khác	104,072	84,590	96,707	118,415	CIR	33.1%	32.7%	32.2%	31.6%
Chứng khoán kinh doanh	4,433	9,001	9,941	13,714	ROAA	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%
Các công cụ tài chính phái sinh	144	--	--	--	ROAE	14.8%	15.6%	16.4%	17.4%
Cho vay khách hàng	512,514	623,634	760,816	918,414	Chi phí tín dụng	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
Tổng dư nợ cho vay	518,642	631,725	771,101	930,837	Tăng trưởng				
Dự phòng rủi ro	(6,128)	(8,091)	(10,285)	(12,423)	Tín dụng	21.6%	21.7%	22.1%	20.7%
Chứng khoán đầu tư	104,994	148,624	157,600	190,533	Huy động	37.4%	24.9%	22.1%	23.9%
Góp vốn đầu tư dài hạn	3,046	3,103	3,103	3,103	Tổng tài sản	21.5%	15.2%	18.8%	20.6%
Tài sản khác	89,436	51,967	67,576	88,520	Cho vay	23.3%	21.8%	22.1%	20.7%
Nợ phải trả	717,866	830,859	994,052	1,207,636	Tiền gửi	26.9%	17.3%	22.1%	23.9%
Các khoản nợ NHNN Việt Nam	0	12	14	17	Thu nhập hoạt động	-2.1%	17.3%	21.1%	20.6%
Tiền gửi các TCTD khác	153,173	132,239	146,767	164,166	LNTT	-10.5%	20.3%	18.7%	22.6%
Tiền gửi của khách hàng	454,661	533,392	651,074	806,371	Định giá				
Các công cụ tài chính phái sinh	--	931	931	931	EPS (đồng)	5,111	3,046	3,616	4,431
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	--	--	--	--	BVPS (đồng)	36,990	20,583	23,590	27,298
Phát hành giấy tờ có giá	84,703	140,422	171,403	212,287	P/E	6.2x	8.1x	7.2x	5.9x
Các khoản nợ khác	25,329	23,862	23,862	23,862	P/B	0.9x	1.2x	1.1x	1.0x
Vốn chủ sở hữu	130,299	145,419	166,659	192,858	SLCP lưu hành (triệu)	3,523	7,065	7,065	7,065
Vốn điều lệ	35,225	70,649	70,649	70,649	SLCP pha loãng (triệu)	3,523	7,065	7,065	7,065
Thặng dư vốn cổ phần	476	(0)	(0)	(0)					
Cổ phiếu quỹ	--	--	--	--					
Lợi nhuận chưa phân phối	49,013	42,222	63,462	89,660					
Quỹ và vốn khác	45,029	24,785	24,785	24,785					
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,317	2,520	2,520	2,520					
Tổng nợ phải trả và VCSH	849,482	978,799	1,163,232	1,403,014					

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>



Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Đỗ Thu Phương

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Định lượng

Phuongdt@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích

Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn