Phân tích tài chính: TCB

Lợi nhuận kỷ lục nhờ NIM giữ vững và phí tăng mạnh; nợ xấu mới bật lên trong Q3 và đệm dự phòng mỏng đi, nhưng giá vẫn thấp hơn giá trị hợp lý khoảng một phần tư

Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam (HOSE: TCB) · BCTC hợp nhất và riêng lẻ Q3/2026, BCTC soát xét 6T/2026, BCTC kiểm toán 2025, BCTN 2025, thông cáo KQKD Q3/2026, kho AAS · dữ liệu chốt 30/9/2026, giá 04/11/2026 · dự báo Q4/2026, mô hình định giá 2026–2031 · **Phát hành bởi AAS Research**

LNTT 9T/2026	NIM Q3/2026	NỢ XẤU · BAO PHỦ	LDR TT22 · TT50	ROE Q3 (×4) · CAR	LNTT 2026 DỰ BÁO
28.915 tỷ đồng · **+23,7%** y/y	**4,06%** Q3/25: 4,03% · CP vốn 5,21%	**1,36%** bao phủ 107% (31/12: 128%)	**77,4%** TT50 105% · riêng lẻ, AAS tính	**17,3%** CAR 15,0% · VCSH/TS 15,0%	**39,0** nghìn tỷ · +20%

GÓC NHÌN AAS RESEARCH	LNTT Q4/26F · 2026F	GIÁ · GIÁ TRỊ HỢP LÝ	BIÊN AN TOÀN	P/B · P/E
MUA	**10,0 · 39,0**	**21,85 · 28,4**	**23%**	**1,24x · 8,6x**

TCB tăng LNTT 24% trong 9 tháng nhờ ba nguồn: lãi thuần theo quy mô, phí (mua hẳn bộ chứng từ L/C, bảo hiểm) và dự phòng thấp. **Ba điểm cần theo dõi:** (1) nợ xấu mới hình thành Q3 2,5 nghìn tỷ, bao phủ còn 107%; (2) phải thu mua hẳn L/C 25,0 nghìn tỷ không phân loại nợ, nhưng tạo 28% lãi thuần dịch vụ; (3) ngân hàng dựa nhiều vào chứng chỉ tiền gửi và vay nước ngoài, nên LDR theo Thông tư 50 ≈ 105%. **Hành động:** mua tỷ trọng vừa phải trong vùng 20,0–24,1 nghìn đồng, mua thêm dưới 20,0; hạ tỷ trọng nếu nợ xấu mới Q4 vẫn trên 2 nghìn tỷ mà bao phủ xuống dưới 100%.

KẾT LUẬN

LNTT 2026F ≈ 39,0 nghìn tỷ (+20%; dải 80% 37,9–40,7). Mô hình thu nhập thặng dư và chiết khấu cổ tức (dự phóng 2026–2031, cổ tức bị chặn bởi Thông tư 14/2025) cho giá trị hợp lý 28,4 nghìn đồng/CP sau thưởng 50%, cao hơn giá 30%.

Giá hiện tại hàm ý ROE dài hạn 14,8%, thấp hơn mức 15–17% của 2024–2026. Kiểm tra sức chịu đựng làm VCSH giảm 3,1%: rủi ro đo được nhỏ hơn mức chiết khấu. Tỷ trọng vừa phải vì xu hướng nợ xấu Q3 chưa rõ là đơn lẻ hay bắt đầu một chu kỳ.

LỢI NHUẬN

39,0 nghìn tỷ

- NIM 4,06%, CIR 32%
- Q4/26F 10,0 nghìn tỷ
- phí mua hẳn L/C 2,9 nghìn tỷ 9T

TÀI SẢN, NGUỒN VỐN

bao phủ 107%

- nợ xấu mới Q3 2,5 nghìn tỷ
- phải thu L/C 13% VCSH
- LDR TT50 ≈ 105%

ĐỊNH GIÁ

28,4 nghìn đồng

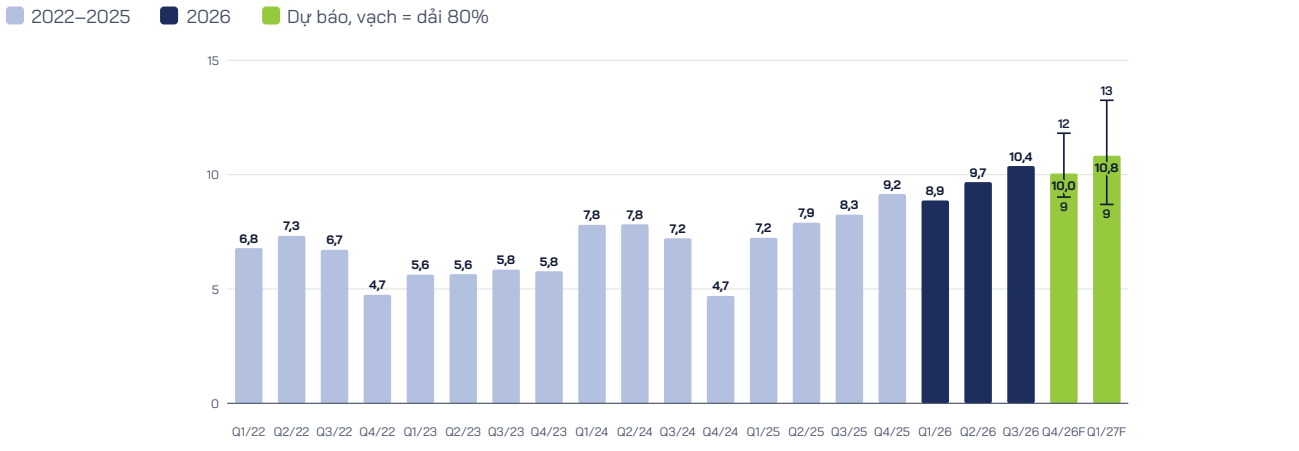
- RI 27,5 · DDM 29,3–29,4
- P/B 1,24x · z −0,3
- biên an toàn 23%

A Tóm tắt điều hành: lợi nhuận kỷ lục từ ba nguồn; nợ xấu mới, phải thu L/C và nguồn vốn dựa vào giấy tờ có giá là ba điểm phải theo dõi

- **LNTT 9T/2026 28.915 tỷ (+23,7%)**; Q3 10.375 tỷ (+25,8%), cao nhất từ trước đến nay. Lãi thuần +17%, dịch vụ +68%, dự phòng −31%; chi phí hoạt động +19%.
- **NIM Q3 4,06%** (Q2: 3,97%, Q3/25: 4,03%): chi phí vốn tăng 1,76 điểm trong một năm lên 5,21%, nhưng lợi suất cho vay tăng nhanh tương đương vì một nửa dư nợ định lại trong 3 tháng.
- **Phí mua hẳn bộ chứng từ L/C 2.922 tỷ trong 9T** (cùng kỳ 673 tỷ) chiếm 28% lãi thuần dịch vụ; quy ra ≈ 12%/năm trên số dư phải thu bình quân, tức là thu nhập kiểu cho vay ghi vào phí.
- **Nợ xấu 1,36%** (31/12: 1,13%); nhóm 2 0,94%. Nợ xấu mới hình thành Q3 2.485 tỷ, gấp 2,9 lần Q2, trong khi dự phòng Q3 chỉ 917 tỷ → bao phủ giảm từ 128% xuống 107%.
- **Chất lượng lợi nhuận:** giữ bao phủ 128% như đầu năm và bỏ lãi chứng khoán đầu tư thì LNTT 9T ≈ 25,7 nghìn tỷ, vẫn +21% so với cùng kỳ: tăng trưởng không chỉ đến từ dùng đệm dự phòng.
- **Phải thu mua hẳn L/C 25,0 nghìn tỷ** (13% VCSH mẹ, giảm từ 38,0 nghìn tỷ đầu năm) không phân loại nợ, gần như không có dự phòng. Kiểm tra sức chịu đựng (bù bao phủ + mất 20% khoản này) tốn 7,3 nghìn tỷ trước thuế, 3,1% VCSH mẹ.
- **Nguồn vốn:** tiền gửi KH +6,9%, không kỳ hạn giảm 8,1 nghìn tỷ; ngân hàng bù bằng chứng chỉ tiền gửi (+28,7) và vay nước ngoài bằng ngoại tệ (+38,1). LDR Thông tư 22 ≈ 77,4% (công bố 77,7%), nhưng theo Thông tư 50 ≈ 105%.
- **Dự báo:** LNTT Q4/2026 ≈ 10.046 tỷ (dải 80% 9.019–11.809); cả năm ≈ 39,0 nghìn tỷ (+20%), LNST cổ đông mẹ ≈ 29,3 nghìn tỷ. Dự báo đã trừ ≈ 327 tỷ thu nhập lãi Q4 do chỉ đạo giảm lãi suất cho vay (CV 9736/NHNN). Kịch bản thấp (dự phòng bằng nợ xấu mới Q3, giảm lãi suất mạnh hơn) cho Q4 7.078 tỷ.
- **MUA, tỷ trọng vừa phải. Giá trị hợp lý 28,4 nghìn đồng (RI + DDM), biên an toàn 23%.** Giá hàm ý ROE dài hạn 14,8%, thấp hơn ROE 2026F ≈ 16%; CAR 15,0% đủ để vừa tăng trưởng vừa chia cổ tức tiền theo Thông tư 14/2025.

LNTT hợp nhất theo quý và dự báo Q4/2026–Q1/2027

Nghìn tỷ đồng



Nguồn: kho AAS (BCTC quý), BCTC hợp nhất Q3/2026; AAS dự báo. Dải 80% từ sai số chạy lại dự báo 2023–2026.

1 Mô hình kinh doanh: ngân hàng bán lẻ và bất động sản, nguồn vốn ngày càng dựa vào giấy tờ có giá; công ty con chứng khoán, bảo hiểm đóng góp khoảng 1/5 lợi nhuận

NGUỒN VỐN 30/9/2026

Tiền gửi khách hàng
661
không kỳ hạn 31,0% · +6,9% trong 9T

Giấy tờ có giá
237
chứng chỉ tiền gửi 186 (cá nhân 100) · trái phiếu 51

Tiền gửi, vay TCTD khác
182
vay bằng ngoại tệ 77,7 (31/12: 39,6)

Vốn chủ sở hữu
197,3
VCSH / tổng tài sản 15,0% · CAR 15,0% (công bố)

→

CHUYỂN HÓA

Techcombank (ngân hàng mẹ)
1.239
tổng tài sản riêng lẻ; LNTT 9T 23.386 tỷ (81% hợp nhất, gồm 925 tỷ cổ tức từ công ty con)

Công ty con
13,1
giá gốc: TCBS (TCX) 79,8% · TechAMC 100% · Techcom Capital 89% · bảo hiểm phi nhân thọ 68% · nhân thọ 80%

Khách hàng
> 18 triệu
12.705 nhân viên (31/12/2025, BCTN)

→

SỬ DỤNG VỐN

Cho vay khách hàng
868
cá nhân 42% · BĐS 25% · ký quỹ TCBS 54,7

Chứng khoán đầu tư
178
TPDN 92,8 · TPCP 41,4 · giấy tờ TCTD 42,2

Liên ngân hàng, NHNN
206
cấp tín dụng cho TCTD 36,4 (31/12: 7,0)

Tài sản Có khác
57,6
mua hẳn L/C 25,0 · lãi phải thu 14,3 · cọc mua văn phòng 9,4

→

100 ĐỒNG THU NHẬP 9T/26

Chi phí hoạt động	30,5
Dự phòng rủi ro	5,5
Thuế TNDN	13,1
LNST	50,9

Tổng thu nhập hoạt động 9T: 45.204 tỷ; lãi thuần 71 đồng, dịch vụ 23 đồng (trong đó phí mua hẳn L/C 6 đồng, bảo hiểm −1 đồng). Chi phí hoạt động 30 đồng, dự phòng chỉ 6 đồng.

Nguồn: BCTC hợp nhất và riêng lẻ Q3/2026, BCTN 2025; AAS tổng hợp.

- **Thu nhập:** lãi thuần chiếm 71% tổng thu nhập; cho vay tạo 78% thu nhập lãi. Lãi thuần dịch vụ chiếm 23%, cao nhất nhóm ngân hàng lớn.
- **Tín dụng:** cho vay cá nhân 42% dư nợ được phân loại, kinh doanh bất động sản 25%, xây dựng 8%; ngân hàng công bố dư nợ bất động sản (gồm trái phiếu) 29,9% tổng tín dụng.
- **Nguồn vốn:** tiền gửi KH 61% nguồn vốn chịu lãi, giấy tờ có giá 22%, liên ngân hàng 17%. Tỷ trọng giấy tờ có giá cao bất thường so với ngành.
- **Ngân hàng mẹ chiếm 81% LNTT hợp nhất**, trong đó 925 tỷ là cổ tức từ công ty con. Phần công ty con ước ≈ 6.454 tỷ (22%; AAS tính gần đúng), chủ yếu TCBS (LNTT 9T 5.708 tỷ theo thông cáo) và bảo hiểm.

Cơ cấu cổ đông và room ngoại

Cơ cấu cổ đông (BCTN 2025)	Tỷ lệ
Cổ đông lớn ≥ 5% (BCTN không nêu tên)	14,80%
Cổ đông tổ chức / cá nhân	46,12% / 53,88%
Thành viên HĐQT nắm trực tiếp	2,77%
Cổ phiếu hạn chế chuyển nhượng	17,88%
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (kho AAS)	55%

Khối ngoại (kho AAS)	Giá trị
Room ngoại tối đa	22,54%
Sở hữu nước ngoài 10/2026	20,8%
Khối ngoại mua (+)/bán (−) ròng 01–10/2026	−3.693 tỷ đồng
Cổ đông nước ngoài / trong nước (31/12/2025)	22,53% / 77,47%

Nguồn: BCTN 2025 (cơ cấu cổ đông 31/12/2025), kho AAS (foreign_room_hist, market_investor_flow_ticker, freefloat_hist); AAS tính. Thuyết minh bên liên quan xếp CTCP Tập đoàn Masan vào nhóm cổ đông có thành viên HĐQT chung.

B Bảng chỉ tiêu: thu nhập lãi thuần +17%, dịch vụ +68%, dự phòng −31% trong 9 tháng

Tỷ đồng	Q3/2026	Q2/2026	Q3/2025	9T/2026	9T/2025	so quý trước	so cùng kỳ
Thu nhập lãi thuần	11.700	10.763	9.925	31.985	27.367	+8,7%	+17,9%
Thu nhập ngoài lãi	4.888	4.179	4.317	13.219	11.229	+17,0%	+13,2%
Tổng thu nhập hoạt động	16.588	14.942	14.242	45.204	38.596	+11,0%	+16,5%
Chi phí hoạt động	5.295	4.620	4.493	13.784	11.608	+14,6%	+17,9%
LN trước dự phòng	11.292	10.322	9.749	31.419	26.988	+9,4%	+15,8%
Chi phí dự phòng	917	652	1.499	2.504	3.603	+40,7%	−38,8%
LNTT	**10.375**	**9.670**	**8.250**	**28.915**	**23.385**	**+7,3%**	**+25,8%**
LNST	8.337	7.727	6.614	23.014	18.975	+7,9%	+26,1%
LNST cổ đông mẹ	7.943	7.350	6.419	21.964	18.615	+8,1%	+23,7%

Nguồn: kho AAS (BCTC quý hợp nhất), đối chiếu BCTC hợp nhất Q3/2026: LNTT Q3 10.375 tỷ, 9T 28.915 tỷ khớp.

Tỷ lệ (%)	Q3/2026	Q2/2026	Q3/2025
NIM (TSSL bình quân, ×4)	**4,06**	**3,97**	**4,03**
Lợi suất TSSL	8,87	8,43	7,15
Chi phí vốn	5,21	4,78	3,45
Lợi suất cho vay	9,45	8,59	7,69
Chi phí tiền gửi KH	5,19	4,74	3,36
CIR	31,92	30,92	31,55
Chi phí tín dụng (×4)	0,43	0,32	0,81
Nợ xấu mới hình thành (×4)	1,16	0,42	0,19
ROA (×4)	2,57	2,51	2,44
ROE cổ đông mẹ (×4)	17,35	16,51	15,97

Tỷ lệ (%)	30/9/2026	30/6/2026	31/12/2025	30/9/2025
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0,88	0,67	0,50	0,59
Tỷ lệ nợ xấu	1,27	1,08	1,07	1,16
Bao phủ nợ xấu	107,10	125,64	128,05	119,24
CASA/tiền gửi KH	31,05	33,81	34,48	37,08
Cho vay/tiền gửi KH (thô, hợp nhất)	131,31	127,91	124,03	128,84
Lãi phải thu/dư nợ	1,65	1,34	1,27	1,37
VCSH/tổng tài sản	14,97	14,85	15,05	15,88

Nguồn: AAS tính. NIM, lợi suất trên tài sản sinh lời bình quân theo bảng kỳ định lại lãi suất; chi phí vốn trên nợ chịu lãi bình quân; số quý nhân 4. Tỷ lệ nợ xấu ở đây tính trên tổng dư nợ gồm ký quỹ TCBS.

2 Tín dụng: dư nợ +13,1% trong 9 tháng, xây dựng và bán lẻ tăng nhanh, tỷ trọng bất động sản giảm; tăng trưởng được tài trợ bằng giấy tờ có giá và vay nước ngoài

Cho vay khách hàng (tỷ đồng)	30/9/2026	31/12/2025	Tăng	Tỷ trọng
Cho vay TCKT, cá nhân trong nước	801.882	710.491	+12,9%	92,3%
Chiết khấu giấy tờ có giá	11.711	13.134	−10,8%	1,3%
Cho vay ký quỹ, ứng trước (TCBS)	54.740	43.860	+24,8%	6,3%
Khác (trả thay, ủy thác, nước ngoài)	141	133	+6,0%	0,0%
Tổng	**868.473**	**767.617**	**+13,1%**	**100%**
Kỳ hạn gốc: nợ ngắn hạn	286.638	251.687	+13,9%	35,2%*
Kỳ hạn gốc: nợ trung hạn	135.795	97.011	+40,0%	16,7%*
Kỳ hạn gốc: nợ dài hạn	391.301	375.060	+4,3%	48,1%*

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 TM9, TM9.2. *Tỷ trọng kỳ hạn trên dư nợ được phân loại (không gồm ký quỹ).

Dư nợ theo ngành (tỷ đồng)	30/9/2026	%	31/12/2025	%	Thay đổi
Kinh doanh bất động sản	**204.384**	**25,1%**	**207.027**	**28,6%**	**−2.643**
Xây dựng	66.747	8,2%	26.414	3,6%	+40.333
Bán buôn, bán lẻ	78.828	9,7%	61.559	8,5%	+17.269
Chế biến, chế tạo	66.042	8,1%	56.387	7,8%	+9.656
Tài chính, bảo hiểm	12.759	1,6%	19.256	2,7%	−6.496
Vận tải, kho bãi	9.806	1,2%	7.892	1,1%	+1.913
Ngành khác	32.744	4,0%	32.895	4,5%	−151
Cho vay cá nhân	342.423	42,1%	312.328	43,1%	+30.095
Dư nợ được phân loại	**813.734**	**100%**	**723.757**	**100%**	**+89.976**

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 TM9.3 (dư nợ được phân loại, không gồm ký quỹ và ứng trước của TCBS).

Tài sản tăng thêm 9T/2026	Tỷ đồng
Cho vay khách hàng (gộp)	100.856
Chứng khoán đầu tư	32.529
Cấp tín dụng cho TCTD khác	29.401
Tiền gửi tại TCTD khác	−27.938
Tiền gửi NHNN, tiền mặt	7.114
Tài sản Có khác (mua hẳn L/C giảm)	−10.429

Được tài trợ bởi	Tỷ đồng
Tiền gửi khách hàng	42.479
Vay TCTD khác (chủ yếu ngoại tệ)	31.327
Tiền gửi của TCTD khác	5.350
Giấy tờ có giá	21.717
Nợ khác (lãi phải trả...)	12.080
Vốn chủ sở hữu	17.823
NHNN (trả nợ vay)	−4.272

Nguồn: BCĐKT hợp nhất 30/9/2026 và 31/12/2025; AAS tính. Tài sản tăng thêm tính trên số gộp trước dự phòng.

Dư nợ được phân loại tăng 90 nghìn tỷ (+12,4%); cho vay ký quỹ của TCBS +25%. Xây dựng tăng 40 nghìn tỷ (gấp 2,5 lần), khớp với giải ngân dự án hạ tầng mà ngân hàng nêu; cho vay kinh doanh bất động sản giảm nhẹ. Theo thông cáo, tăng trưởng theo hạn mức NHNN là 10,7%, còn nếu tính cả tín dụng dự án được loại khỏi hạn mức thì dư nợ riêng lẻ +16,3%: dư địa tín dụng còn lại trong Q4 không phải ràng buộc chính.

3 Nguồn vốn: không kỳ hạn giảm, chứng chỉ tiền gửi và vay nước ngoài tăng; LDR Thông tư 22 77,4% nhưng Thông tư 50 ≈ 105%

Nguồn vốn chịu lãi (tỷ đồng)	30/9/2026	31/12/2025	Thay đổi	Tỷ trọng 30/9
Tiền gửi KH không kỳ hạn	205.336	213.415	−8.079	19,0%
Tiền gửi KH có kỳ hạn	446.227	396.881	+49.346	41,3%
Tiền gửi KH ký quỹ	9.827	8.615	+1.212	0,9%
Chứng chỉ tiền gửi	186.275	157.618	+28.657	17,2%
Trái phiếu phát hành	50.772	57.712	−6.940	4,7%
Tiền gửi của TCTD khác	88.365	83.014	+5.350	8,2%
Vay TCTD khác	93.296	61.969	+31.327	8,6%
trong đó bằng ngoại tệ	77.746	39.625	+38.121	7,2%
Nợ Chính phủ, NHNN	52	4.324	−4.272	0,0%

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 TM16–TM20.

Chi phí lãi (tỷ đồng)	9T/2026	9T/2025	Tăng
Trả lãi tiền gửi	22.359	13.142	+70,1%
Trả lãi tiền vay	3.005	2.393	+25,6%
Trả lãi giấy tờ có giá	10.547	5.693	+85,3%
Chi phí tín dụng khác	239	258	−7,5%
Tổng chi phí lãi	**36.150**	**21.486**	**+68,2%**

Lãi suất niêm yết 12 tháng	Techcombank	Bình quân thị trường
09/2025	4,70%	4,90%
12/2025	5,35%	5,36%
03/2026	6,65%	5,90%
06/2026	6,15%	5,87%
09/2026	6,15%	5,93%
11/2026	5,65%	5,58%

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 TM25; kho AAS (macro_bank_deposit_rate_hist, lãi suất niêm yết cuối tháng).

Kỳ định lại 30/9/2026 (tỷ đồng)	Không chịu lãi	Quá hạn	≤ 1 tháng	1–3 tháng	3–12 tháng	> 1 năm	Tổng
Tổng tài sản	147.115	5.182	403.030	211.850	373.070	190.641	1.330.888
Tổng nợ phải trả	39.666	0	344.856	274.237	364.600	97.482	1.120.841
Chênh lệch	**107.449**	**5.182**	**58.175**	**−62.387**	**8.469**	**93.159**	**210.048**

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 TM42.1 (bảng kỳ định lại lãi suất, trang 82).

LDR riêng lẻ (AAS tính, %)	30/9/2026	31/12/2025	Trần
Cho vay / tiền gửi KH (thô)	121,2%	116,0%	–
Thông tư 22 (đang áp dụng)	**77,4%**	**76,1%**	**85%**

LDR riêng lẻ (AAS tính, %)	30/9/2026	31/12/2025	Trần
số công bố (thông cáo Q3, BCTN 2025)	77,7%	76,5%	
Thông tư 22, bỏ chứng chỉ tiền gửi khỏi mẫu số (tham khảo)	95,5%	92,0%	–
Thông tư 50 (không có trái phiếu cấp 2)	**105,0%**	**99,8%**	**95% (từ 10/2028)**
Thông tư 50, không trừ TPDN (cận dưới)	96,5%	95,3%	95% (từ 10/2028)

Nguồn: BCTC riêng lẻ Q3/2026; AAS tính, không phải số công bố trừ dòng ghi "công bố". Vay nước ngoài lấy bằng vay TCTD bằng ngoại tệ; TCB không có trái phiếu kỳ hạn từ 5 năm nên không có trái phiếu cấp 2. Thông tư 50 chỉ áp dụng khi áp LCR/NSFR, bắt buộc từ 01/10/2028.

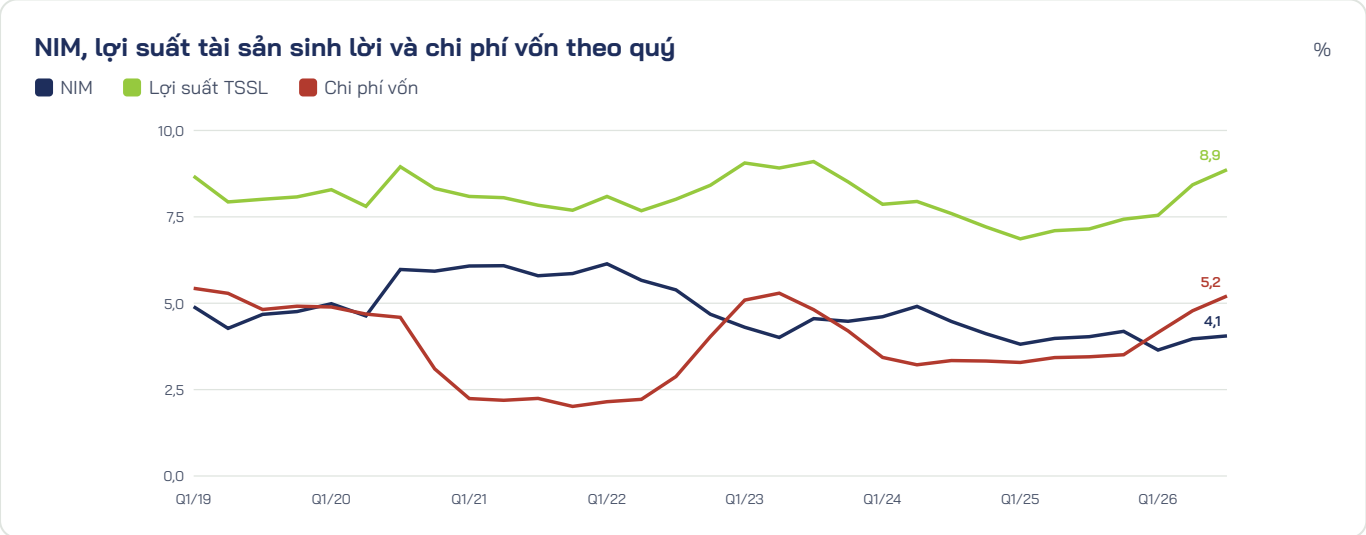
DỮ KIỆN
Chứng chỉ tiền gửi 186 nghìn tỷ (+29 trong 9T), vay TCTD bằng ngoại tệ 77,7 nghìn tỷ (+38); tiền gửi không kỳ hạn giảm 8,1 nghìn tỷ.

GIẢI THÍCH
Thông tư 22 tính chứng chỉ tiền gửi vào mẫu số như tiền gửi, nên LDR thấp (77%). Thông tư 50 không tính chứng chỉ tiền gửi và trừ trái phiếu doanh nghiệp ngân hàng đang nắm (67,8 nghìn tỷ ở ngân hàng mẹ, gấp đôi đầu năm), nên LDR vượt 100%.

HÀM Ý
Để về 95% theo Thông tư 50, TCB cần thêm ≈ 82 nghìn tỷ tiền gửi KH, vốn hoặc vay dài hạn nước ngoài trước 10/2028; hoặc giảm danh mục trái phiếu doanh nghiệp. Chi phí vốn khó giảm nhanh như ngân hàng có nhiều tiền gửi không kỳ hạn.

CHƯA CHẮC CHẮN
Hướng dẫn chi tiết cách tính TT50 cho chứng chỉ tiền gửi cá nhân và vay hợp vốn nước ngoài chưa rõ; số vay nước ngoài thực tế không thuyết minh.

4 NIM: 4,06% ở Q3, ngang cùng kỳ dù chi phí vốn tăng 1,76 điểm; lợi suất cho vay định lại nhanh bù được



Nguồn: kho AAS, BCTC hợp nhất Q3/2026; AAS tính. Mẫu số theo bảng kỳ định lại lãi suất từ 2015 (Q3/2026 lấy từ TM42.1).

Đo được: so với Q3/2025, lợi suất tài sản sinh lời tăng 1,71 điểm (cho vay đóng góp 1,32), chi phí vốn lấy đi 1,59 điểm; NII tăng 1.775 tỷ, gần như hoàn toàn nhờ quy mô. Bảng kỳ định lại cho thấy 446 nghìn tỷ dư nợ (51%) định lại trong 3 tháng. **Suy luận:** trong chu kỳ này TCB chuyển chi phí vốn sang lãi suất cho vay gần 1:1, tốt hơn hệ số lịch sử (NIM giảm ≈ 0,33 điểm khi chi phí vốn +1 điểm). Lãi suất niêm yết 12 tháng của TCB đã giảm từ 6,15% xuống 5,65% từ 10/2026, nên chi phí vốn nhiều khả năng đạt đỉnh trong Q4. Chiều ngược lại, chỉ đạo giảm lãi suất của NHNN (CV 9736 ngày 21/10/2026) buộc lãi suất cho vay đi xuống: AAS ước NII Q4 của TCB mất ≈ 350 tỷ ở phía cho vay, chỉ bù lại ≈ 23 tỷ ở phía huy động, NIM Q4 giảm ≈ 11 điểm cơ bản. Lý do: dư nợ định lại nhanh hơn tiền gửi (cùng đặc điểm đã giúp NIM giữ vững khi lãi suất tăng).

NIM chưa gồm phí mua hẳn L/C: khoản phải thu này nằm ở "không chịu lãi" trong bảng kỳ định lại, còn thu nhập ghi vào phí dịch vụ. Nếu coi là thu nhập lãi, NIM 9T cao thêm ≈ 0,36 điểm. Ngược lại, lãi thuần phái sinh tiền tệ (hoán đổi vốn ngoại tệ) là 444 tỷ trong 9T, nằm trong dòng ngoại hối, nên chi phí hoán đổi không làm NIM thấp đi.

Từ tổng tài sản đến tài sản sinh lời (30/9/2026, tỷ đồng)	Giá trị
Tổng tài sản gộp (bảng kỳ định lại, trước dự phòng)	1.330.888
Trừ: không chịu lãi (tiền mặt, dự trữ bắt buộc, góp vốn, TSCĐ, tài sản Có khác)	−147.115
Trừ: quá hạn	−5.182
Tài sản sinh lời	**1.178.591**
Tổng nợ phải trả	1.120.841
Trừ: nợ không chịu lãi	−39.666
Nợ chịu lãi	**1.081.175**
Nợ chịu lãi / tài sản sinh lời	91,7%

Phân rã	Q3/26 vs Q3/25	Q3/26 vs Q2/26	Q3/26 vs Q4/25
ΔNII (tỷ đồng)	**+1.775**	**+937**	**+912**
do quy mô TSSL	+1.711	+680	+1.284
do NIM	+65	+257	−372
NIM (%) kỳ gốc → kỳ này	4,03 → 4,06	3,97 → 4,06	4,18 → 4,06
ΔNIM (điểm %)	**+0,02**	**+0,09**	**−0,13**
lợi suất cho vay	+1,32	+0,65	+1,26
cơ cấu tài sản	−0,02	−0,03	−0,00
lợi suất tài sản khác	+0,41	−0,18	+0,18
chi phí vốn × tỷ trọng nợ chịu lãi	−1,59	−0,40	−1,57
tỷ trọng nợ chịu lãi / TSSL	−0,10	+0,05	+0,01

Nguồn: bảng kỳ định lại lãi suất 30/9/2026; AAS tính. Phân rã: ΔNIM = Δlợi suất − Δchi phí vốn × tỷ trọng nợ chịu lãi − chi phí vốn × Δtỷ trọng.

Thu nhập lãi (tỷ đồng)	9T/2026	9T/2025	Tăng
Thu nhập lãi cho vay	53.067	38.623	+37,4%
Thu lãi từ đầu tư chứng khoán nợ	7.279	5.129	+41,9%
Thu nhập lãi tiền gửi	4.620	2.775	+66,5%
Thu phí từ nghiệp vụ bảo lãnh	1.964	904	+117,3%
Thu khác từ hoạt động tín dụng	1.204	1.420	−15,2%
Tổng	**68.135**	**48.853**	**+39,5%**

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 TM24.

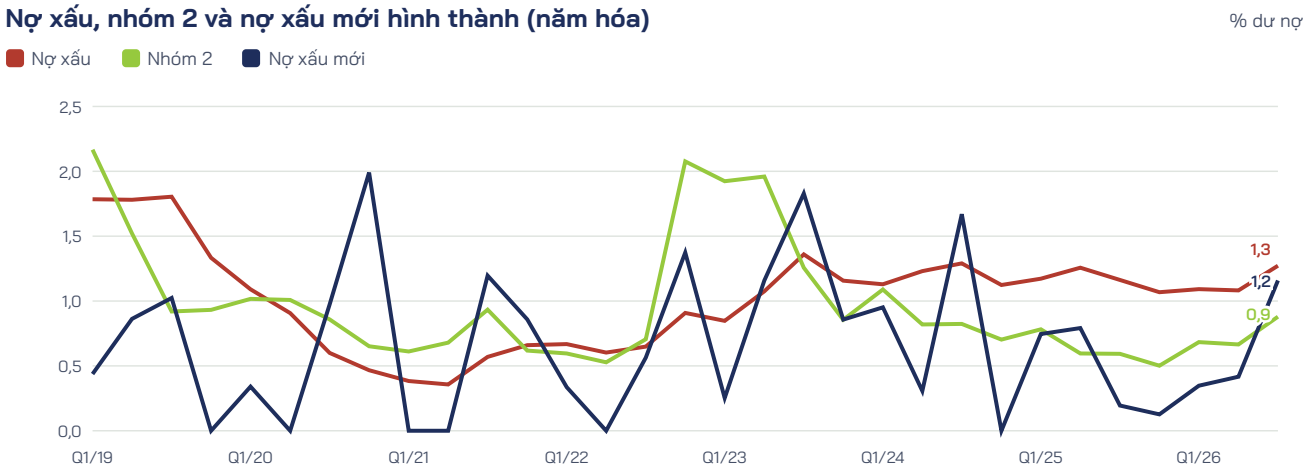
5 Chất lượng tài sản: nợ xấu 1,36%, bao phủ 107%; nợ xấu mới Q3 gấp ba Q2, dự phòng chưa theo kịp

Nhóm nợ (tỷ đồng)	30/9/2026	% dư nợ phân loại	31/12/2025	% dư nợ phân loại	Thay đổi
Nợ đủ tiêu chuẩn	795.045	97,70%	711.707	98,33%	+83.338
Nợ cần chú ý	7.641	0,94%	3.852	0,53%	+3.788
Nợ dưới tiêu chuẩn	3.235	0,40%	918	0,13%	+2.317
Nợ nghi ngờ	2.462	0,30%	1.339	0,19%	+1.123
Nợ có khả năng mất vốn	5.351	0,66%	5.941	0,82%	−590
Nợ xấu (nhóm 3–5)	**11.048**	**1,36%**	**8.198**	**1,13%**	**+2.850**
Cho vay ký quỹ, ứng trước (không phân loại)	54.740		43.860		+10.880

Nhóm nợ (tỷ đồng)	30/9/2026	% dư nợ phân loại	31/12/2025	% dư nợ phân loại	Thay đổi
Dự phòng cho vay	11.832		10.498		+1.334
Bao phủ nợ xấu	**107%**		**128%**		

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 TM9.1, TM10. Tỷ lệ trên dư nợ được phân loại (không gồm ký quỹ TCBS).

Nợ xấu, nhóm 2 và nợ xấu mới hình thành (năm hóa)



Nguồn: kho AAS, AAS tính trên tổng dư nợ gồm ký quỹ. Xóa nợ trước 2023 quy đổi từ số năm theo tỷ trọng quý 2023–2025.

DỮ KIỆN
Nợ xấu mới Q3 2.485 tỷ (Q2: 856); nhóm 3 tăng từ 918 lên 3.235 tỷ, nhóm 2 từ 3.852 lên 7.641 tỷ; dự phòng Q3 917 tỷ. Ngân hàng nêu nợ xấu tăng do một số khoản vay riêng lẻ ở lĩnh vực ngoài trọng tâm và tác động phân loại theo CIC (0,10 điểm).

GIẢI THÍCH
Nợ xấu dồn vào nhóm 3 (mới chuyển xấu) và nhóm 2 tăng gần gấp đôi; một phần do phân loại theo CIC (ngân hàng khác xếp nhóm cao hơn). Dự phòng 9T thấp hơn cùng kỳ 30% trong khi nợ xấu tăng 35%.

HÀM Ý
Lợi nhuận 9T có phần nhờ dùng đệm dự phòng: giữ bao phủ 128% cần thêm ≈ 2.315 tỷ. Nếu Q4 trích dự phòng bằng nợ xấu mới Q3 × bao phủ, LNTT Q4 giảm ≈ 1.831 tỷ (kịch bản thấp).

CHƯA CHẮC CHẮN
BCTC quý không nêu ngành của các khoản chuyển nhóm, nợ cơ cấu lại, tài sản bảo đảm; mới có một quý tăng nên chưa đủ để nói chu kỳ nợ xấu đã bắt đầu.

Cầu nối nợ xấu 9T/2026	Tỷ đồng
Nợ xấu 31/12/2025	8.198
Xử lý bằng dự phòng (9T)	−1.171
Nợ xấu mới hình thành ròng (suy ra)	**4.021**
Nợ xấu 30/9/2026	11.048

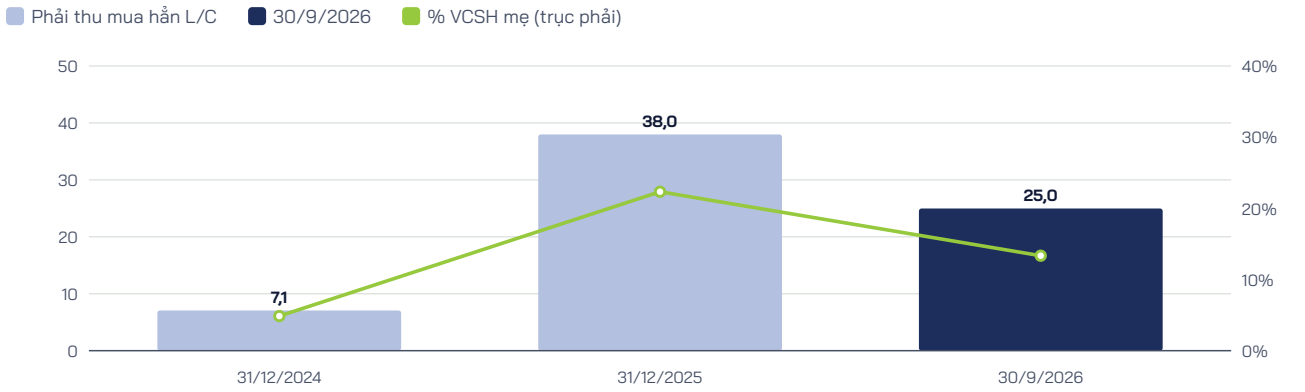
Cầu nối dự phòng 9T/2026	Tỷ đồng
Dự phòng 31/12/2025	10.498
Trích lập dự phòng chung	679
Trích lập dự phòng cụ thể	1.832
Ký quỹ, ứng trước (TCBS)	−7
Sử dụng xử lý nợ	−1.171
Dự phòng 30/9/2026	**11.832**

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 TM9.1, TM10; AAS tính. Nợ xấu mới hình thành = Δ nợ xấu + xử lý bằng dự phòng.

Tài sản Có khác: phải thu mua hẳn bộ chứng từ L/C là khoản cấp tín dụng nằm ngoài dư nợ

Phải thu mua hẳn bộ chứng từ L/C do TCB phát hành và tỷ lệ trên VCSH mẹ

Nghìn tỷ đồng · % VCSH mẹ



Tài sản Có khác (tỷ đồng)	31/12/2024	31/12/2025	30/9/2026	Là gì	Rủi ro	Cần kiểm tra
Mua hẳn miễn truy đòi bộ chứng từ L/C do TCB phát hành	7.070	37.990	24.978	Ngân hàng tự bỏ vốn mua lại khoản phải thu của người thụ hưởng L/C do chính TCB phát hành; người mở L/C (khách hàng TCB) trả khi đến hạn	Không phân loại nợ, không trích dự phòng (chính sách 4.6 loại khỏi "các khoản nợ"); là cấp tín dụng thực chất cho người mở L/C	Ngành, kỳ hạn, tập trung người mở L/C; có trùng khách hàng vay BĐS không
Phải thu có rủi ro tín dụng liên quan L/C	7.875	2.934	0	Khoản trả thay/chiết khấu trong nghiệp vụ L/C, có phân loại nợ	Đã về 0 tại 30/9/2026	–
Đặt cọc mua văn phòng	9.570	10.257	9.422	Tiền cọc mua trụ sở/văn phòng	Không nêu đối tác, dự án; cọc lớn và kéo dài	Bên nhận cọc có phải bên liên quan; tiến độ bàn giao
Phải thu bên ngoài (tổng)	**29.483**	**56.062**	**40.016**			

Nguồn: BCTC hợp nhất kiểm toán 2025 TM15 và chính sách 4.6; BCTC hợp nhất Q3/2026 TM15; AAS tổng hợp.

- **Cơ chế:** khách hàng TCB mở L/C trả chậm; người bán (thụ hưởng) bán lại khoản phải thu cho chính TCB, không truy đòi. TCB bỏ tiền ngay, thu lại từ người mở L/C khi đến hạn. Về kinh tế đây là cho vay người mở L/C, nhưng không nằm trong dư nợ, không phân nhóm và không tính vào hạn mức tín dụng.
- **Quy mô và thu nhập:** 25,0 nghìn tỷ (13% VCSH mẹ); tổng các khoản phải thu/VCSH của TCB 20%, đứng thứ 12/27 ngân hàng (trung vị 16%). Phí 9T 2.922 tỷ, gấp 4,3 lần cùng kỳ, ≈ 12%/năm trên số dư bình quân.
- **Rủi ro:** nếu người mở L/C mất khả năng trả, tổn thất không hiện ở tỷ lệ nợ xấu; dự phòng tài sản Có khác chỉ 10,5 tỷ. Số dư giảm 13 nghìn tỷ trong 9T cho thấy khoản này quay vòng ngắn, nhưng phí vẫn tăng.
- **Cần kiểm tra:** người mở L/C thuộc ngành nào, có trùng nhóm khách hàng bất động sản không; kỳ hạn; thuyết minh trong BCTC kiểm toán 2026.

6 Thu nhập ngoài lãi và CIR: phí dịch vụ +68% nhờ mua hẳn L/C và bảo hiểm; ngoại hối, chứng khoán đầu tư, thu nợ đã xử lý giảm

Tỷ đồng	9T/2026	9T/2025	Tăng	Lặp lại?
Lãi thuần dịch vụ	10.425	6.201	+68%	Phần lớn
phí mua hẳn bộ chứng từ L/C	2.922	673	+334%	Theo số dư phải thu L/C
phí bảo hiểm (gộp)	−431	−57	+655%	Có
Ngoại hối	873	1.429	−39%	Gồm chi phí hoán đổi
Chứng khoán kinh doanh	109	61	+80%	Không
Chứng khoán đầu tư	895	2.110	−58%	Không
Hoạt động khác	910	1.391	−35%	Một phần (thu nợ đã xử lý 523 tỷ)
Góp vốn, cổ tức	6	38	−84%	Không đáng kể
Thu nhập ngoài lãi	**13.219**	**11.229**	**+18%**	

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 KQKD, TM26–TM31; AAS phân loại.

Thu từ dịch vụ (tỷ đồng, gộp)	9T/2026	9T/2025	Tăng thêm
Dịch vụ thanh toán và tiền mặt	−2.950	−2.261	−689
Mua hẳn bộ chứng từ L/C	2.922	673	+2.249
Dịch vụ bảo hiểm	−431	−57	−374
Dịch vụ ủy thác và đại lý	1.113	620	+492
Dịch vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán	838	655	+182
Dịch vụ môi giới kinh doanh chứng khoán	−317	−275	−42
Dịch vụ khác	−195	−59	−136

Chi phí hoạt động (tỷ đồng)	9T/2026	9T/2025	Tăng
Lương và liên quan	5.693	5.137	+10,8%
In ấn, tiếp thị, khuyến mại	1.613	1.214	+32,9%
Khấu hao	1.582	1.407	+12,4%
Công nghệ thông tin	1.239	1.053	+17,6%
Bảo hiểm tiền gửi	552	483	+14,2%
Chi phí hoạt động khác	1.658	1.176	+41,0%
Tổng chi phí hoạt động	**13.784**	**11.608**	**+18,7%**

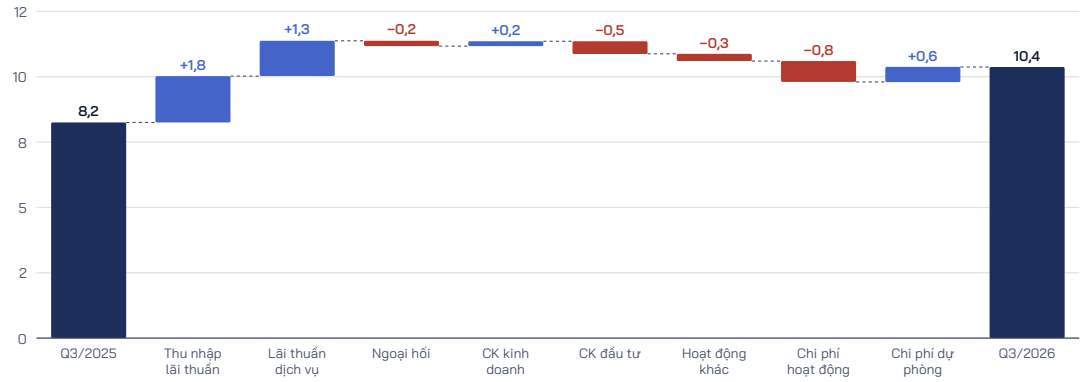
Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 TM26, TM32.

Ba dòng tạo phần lớn mức tăng phí: thanh toán và tiền mặt (+−689 tỷ), mua hẳn L/C (+2.249 tỷ) và bảo hiểm (+−374 tỷ, nhờ hợp nhất công ty bảo hiểm nhân thọ từ 08/2025). Chi phí hoạt động +19%, nhanh nhất ở tiếp thị và chi khác; CIR Q3 31,9%. Chi phí hoạt động Q4 thường cao hơn trung bình Q1–Q3 khoảng 31%, đã đưa vào dự báo.

7 Chất lượng lợi nhuận: bỏ khoản ít lặp lại và giữ bao phủ như đầu năm, LNTT 9T vẫn tăng khoảng 21%

Cầu nối LNTT Q3/2025 → Q3/2026

Nghìn tỷ đồng



Nguồn: kho AAS, BCTC hợp nhất Q3/2026 TM43 (giải trình biến động lợi nhuận); AAS tính.

LNTT điều chỉnh (tỷ đồng)	9T/2026	so 9T/2025 cùng cách
LNTT báo cáo 9T/2026	28.915	
Trừ: lãi chứng khoán đầu tư (ít lặp lại)	−895	
Trừ: dự phòng cần thêm để giữ bao phủ 128% như đầu năm	−2.315	
LNTT điều chỉnh	**25.705**	**+20,8%**

Nguồn: AAS tính. Các điều chỉnh là phép thử, không phải số công bố; cột so sánh chỉ trừ lãi chứng khoán đầu tư 9T/2025. Dự phòng cần thêm tính trên nợ xấu 30/9/2026.

LNST cổ đông mẹ 9T/2026 21.964 tỷ (+18%); lợi ích cổ đông không kiểm soát 1.050 tỷ (4,6% LNST), tăng mạnh sau khi TCBS niêm yết và hợp nhất hai công ty bảo hiểm. Thuế suất hiệu dụng 20,4%. Thu nợ đã xử lý chỉ 523 tỷ (1,8% LNTT), thấp hơn cùng kỳ: lợi nhuận không dựa vào khoản này. Lãi thu bằng tiền 9T bằng 94,5% thu nhập lãi (cùng kỳ 95,8%); lãi phải thu tăng 4,5 nghìn tỷ, nhưng khoảng hở này thường thu hẹp vào Q4.

8 Vốn và sinh lời: ROE ~17%, VCSH/tổng tài sản 15% cao nhất ngành; CAR 15,0% đủ để chia cổ tức tiền và tăng trưởng

Chỉ tiêu	Giá trị	Nguồn
ROE Q3/2026 (×4)	17,3%	AAS tính
ROA Q3/2026 (×4)	2,57%	AAS tính
VCSH / tổng tài sản	14,97%	BCĐKT 30/9/2026
ROE 2023 / 2024 / 2025	14,8% / 15,6% / 16,0%	AAS tính, BCTN 2025
CAR / vốn cấp 1 30/9/2026	15,0% / 14,1% (Basel II)	Thông cáo KQKD Q3/2026
CAR 31/12/2025	14,6%	BCTN 2025
Cổ tức 2025	tiền 700 đ/CP (4.960 tỷ, đã trả 05/2026) + thưởng cổ phiếu 100:50 (GDKHQ 29/10/2026)	TM23.1, lịch sự kiện

Chỉ tiêu		Giá trị	Nguồn
Số cổ phiếu sau thưởng	10,629 tỷ CP		AAS tính

Nguồn: BCTN 2025, thông cáo KQKD Q3/2026, BCTC; AAS tính. TCB không công bố RWA và vốn tự có; mô hình định giá mô phỏng CAR với mật độ RWA giả định (mục 11).

Theo Thông tư 14/2025, ngân hàng chỉ được chia lợi nhuận bằng tiền khi tỷ lệ vốn vượt mức tối thiểu cộng đệm bảo toàn vốn (tối đa 2,5% khi áp đủ). Với CAR 15,0%, TCB đang dư khoảng 4–5 điểm so với 8% + 2,5%; mô hình cho thấy chia 20–25% lợi nhuận bằng tiền mỗi năm vẫn giữ CAR trên 14% đến 2031. Thưởng cổ phiếu 50% không đổi VCSH, chỉ chia nhỏ giá và BVPS.

9 So sánh: NIM cao thứ ba, chi phí tín dụng thấp nhất, VCSH/tổng tài sản cao nhất; bao phủ và không kỳ hạn đang giảm

Q3/2026 (%, ×4)	TCB	VCB	BID	CTG	MBB	VPB	ACB	HDB	STB	LPB
NIM	4,06	3,11	2,09	3,08	4,29	4,95	3,18	3,87	2,34	2,62
CIR	31,9	31,6	34,4	25,1	26,2	21,8	31,2	24,8	27,4	20,7
Chi phí tín dụng	0,43	1,38	0,73	1,47	1,67	2,10	0,49	1,96	3,43	1,64
Nợ xấu	1,27	0,71	1,85	1,20	1,67	3,12	1,19	3,42	7,33	1,87
Nhóm 2	0,88	0,28	1,54	1,08	1,32	3,56	0,93	3,86	2,53	1,37
Bao phủ	107	243	73	160	85	54	91	46	35	63
ROE	16,9	14,4	16,8	21,3	20,5	18,3	18,5	17,1	8,5	31,8
ROA	2,57	1,35	0,98	1,47	1,85	2,28	1,73	1,49	0,55	2,18
Không kỳ hạn / tiền gửi	31,0	31,8	19,9	22,7	32,8	12,3	19,3	7,6	19,0	6,5
VCSH / tổng TS	15,0	9,5	5,8	7,0	8,9	12,4	9,4	8,3	6,1	6,7
Dư nợ 9T	13,1	8,5	8,0	7,5	18,8	28,4	11,5	31,8	11,8	22,9
LNTT Q3 so cùng kỳ	+26	−0	+39	+29	+42	+20	+9	+9	−52	+29

Nguồn: kho AAS (BCTC hợp nhất Q3/2026), cùng định nghĩa cho mọi ngân hàng; NIM trên TSSL theo bảng kỳ định lại nếu có.

Điểm mạnh

- VCSH/tổng TS 15%, CAR 15%: vốn dày nhất nhóm
- NIM 4,06%, chỉ sau VPB và MBB
- Phí dịch vụ đa dạng (thanh toán, L/C, bảo hiểm, chứng khoán)

Rủi ro

- Nợ xấu mới Q3 tăng mạnh, bao phủ 107%
- Phải thu mua hẳn L/C 13% VCSH, ngoài phân loại nợ
- Dựa vào giấy tờ có giá: LDR TT50 ≈ 105%

Nhận định	Mức chắc chắn	Vì sao
NIM giữ được nhờ lợi suất cho vay định lại nhanh	Cao	Đo từ bảng kỳ định lại và thuyết minh thu nhập lãi
Lợi nhuận 9T được hỗ trợ bởi giảm bao phủ	Cao	Cầu nối dự phòng TM10
Nợ xấu Q3 là khoản đơn lẻ, chưa phải chu kỳ	Thấp	Chỉ có lời giải thích của ngân hàng và một quý số liệu
Phải thu mua hẳn L/C là cấp tín dụng thực chất	Trung bình	Từ chính sách kế toán; không có thuyết minh người mở L/C

Nhận định	Mức chắc chắn	Vì sao
LDR TT50 > 95%	Trung bình	Số AAS tính; giả định vay nước ngoài, cách tính chứng chỉ tiền gửi

10 Dự báo: LNTT Q4/2026 ≈ 10,0 nghìn tỷ; cả năm ≈ 39,0 nghìn tỷ (+20%)

LNTT (tỷ đồng)	Q4/2026F	Q1/2027F	Năm 2026F
Cơ sở	**10.046**	**10.826**	**38.961**
Dải 80%	9.019–11.809	8.696–13.248	37.934–40.724
Kịch bản thấp	7.078	7.667	35.993
Kịch bản cao	11.024	12.147	39.940
Cùng kỳ năm trước	9.153	8.870	32.538
Tăng trưởng (cơ sở)	+9,7%	+22,1%	+19,7%
LNST cổ đông mẹ (cơ sở)			29.311

Nguồn: AAS dự báo. Mọi kịch bản đã trừ tác động chỉ đạo giảm lãi suất (cơ sở −327, thấp −532, cao −131 tỷ NII Q4; Q1/2027 cơ sở −384 tỷ). Kịch bản thấp: NIM −0,15 điểm, thu nhập ngoài lãi ×0,9, dự phòng = nợ xấu mới Q3 × bao phủ; kịch bản cao: NIM +0,10 điểm, thu nhập ngoài lãi ×1,1.

Độ nhạy LNTT Q4/2026 (tỷ đồng)	±
NIM ±0,10 điểm	300
Chi phí tín dụng ±0,10 điểm	224
TSSL ±1%	122
Thu nhập ngoài lãi ±10%	482
Chi phí hoạt động ±5%	286
Dự phòng = nợ xấu mới Q3 × bao phủ	1.831
Lãi suất cho vay −10 điểm cơ bản	48
Lãi suất huy động −10 điểm cơ bản (Q4, bù lại)	5

Nguồn: AAS tính trên Q4/2026.

Q4/2026 dự báo thấp hơn Q3 khoảng 3%: NII tăng theo quy mô nhưng mất ≈ 327 tỷ do giảm lãi suất cho vay theo chỉ đạo, và chi phí hoạt động Q4 cao theo mùa vụ. Trước điều chỉnh lãi suất, dự báo cơ sở là 10.373 tỷ. Rủi ro lớn nhất là dự phòng: nếu nợ xấu mới giữ mức Q3 và ngân hàng muốn giữ bao phủ trên 100%, LNTT Q4 có thể chỉ ≈ 7,1 nghìn tỷ.

11 Định giá: RI và DDM cho giá trị hợp lý 28,4 nghìn đồng, cao hơn giá 30%; giá hiện tại hàm ý ROE dài hạn chỉ 14,8%

AAS định giá TCB bằng mô hình dự phóng KQKD và bảng cân đối năm 2026–2031 (file Excel đi kèm, mọi ô là công thức). Tín dụng hệ thống tăng theo GDP danh nghĩa nhân hệ số co giãn, TCB giữ thị phần tăng chậm; cổ tức tiền mỗi năm bị chặn bởi CET1 và CAR theo Thông tư 14/2025 (gồm đệm bảo toàn vốn từ 2030). Ba cách định giá dùng chung một bộ dự phóng.

Phương pháp (đồng/CP)	Cách tính	Giá trị	Trọng số
Thu nhập thặng dư (RI)	VCSH mẹ 31/12/2025 + PV (LNST mẹ − Ke × VCSH đầu kỳ) 2026–2031 + giá trị cuối kỳ (ROE 16% − Ke) × VCSH 2031 / (Ke − g)	27.493	50%
DDM theo chính sách cổ tức	PV cổ tức tiền 2026–2031 (giữa năm) + cổ tức bền vững = LNST × (1 − g/ROE)	29.330	25%
DDM vốn dư (FCFE ngân hàng)	Vốn dư trên CET1 mục tiêu 12% + PV (LNST − vốn cần giữ để RWA tăng)	29.438	25%
Giá trị hợp lý	**Bình quân trọng số, đưa về ngày định giá**	**28.438**	
Giá 04/11/2026	Sau chia thưởng 50% (GDKHQ 29/10/2026)	21.850	
Biên an toàn = 1 − giá / giá trị hợp lý		**23%**	

Nguồn: AAS, mô hình TCB_MoHinhDinhGia_RI_DDM_05.11.2026.xlsx. Giá trị tính tại 31/12/2025 rồi đưa về ngày định giá theo Ke, trừ cổ tức 2026 đã trả. Giá trị cuối kỳ chiếm 24% giá trị RI.

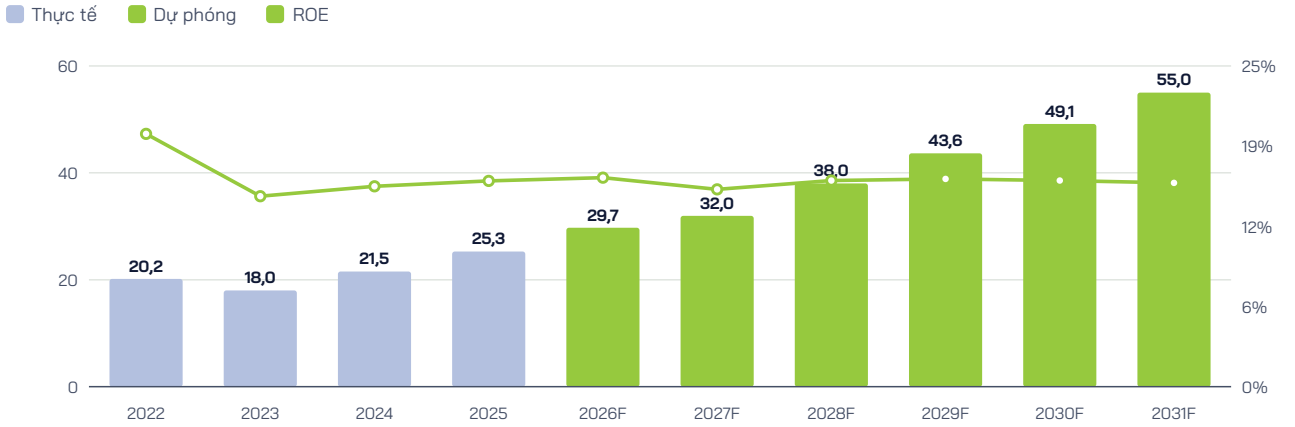
Đọc kết quả: ba cách cho 27,5–29,4 nghìn đồng, chênh nhau ít vì cùng một dự phóng. Mô hình ngầm định ROE 2027–2031 khoảng 16% trong khi Ke 13,5%: TCB tạo thu nhập thặng dư dương mỗi năm. Giá 21,85 nghìn đồng tương ứng P/B 1,19x trên VCSH 31/12/2025, hàm ý thị trường chỉ chờ ROE dài hạn 14,8%. Rủi ro chính của con số này là ROE: nếu ROE dài hạn chỉ 14,5% và Ke 14,5%, giá trị RI còn 19,8 nghìn đồng, gần giá hiện tại. Vốn không phải ràng buộc: CAR mô phỏng giữ trên 14% dù chia 20–25% lợi nhuận bằng tiền.

Giả định chính (ô vàng trong file Excel)	Giá trị	Căn cứ
Chi phí vốn chủ sở hữu Ke	13,53%	lợi suất TPCP 10 năm 4,53% (kho AAS, 04/11/2026) + beta 1,2 × phần bù rủi ro 7,5%; beta tuần TCB/VN-Index 1,13–1,27
Tăng trưởng dài hạn g (sau 2031)	7%	thấp hơn tăng trưởng GDP danh nghĩa dài hạn ~10%
ROE dài hạn sau 2031	16%	ROE 2023–2025: 14,8–16,0%
Tín dụng hệ thống	GDP danh nghĩa × hệ số co giãn	kho AAS: GDP danh nghĩa (macro_indicator_hist) và tín dụng hệ thống (macro_money_credit); 2026 = hạn mức thực hiện
Thị phần tín dụng TCB	4,13% → 4,27%	tăng chậm dần theo xu hướng 2021–2025
NIM, CIR, chi phí tín dụng	4,0%, 31%, 0,7%	NIM 2027 thấp hơn ≈ 0,11 điểm, từ 2028 ≈ 0,05 điểm do chỉ đạo giảm lãi suất (CV 9736/NHNN); chi phí tín dụng cao hơn 2026 để phản ánh nợ xấu mới tăng
Mật độ RWA (RWA/tổng tài sản)	97,4%	GIẢ ĐỊNH, hiệu chỉnh để CAR 2025 ≈ 14,6–15,0% công bố; TCB không công bố RWA
Tỷ lệ chia cổ tức tiền	20–25% LNST năm trước	2026 thực trả 700 đ/CP (4.960 tỷ); chặn bởi CET1, CAR + đệm bảo toàn vốn

Nguồn: AAS. Các giá trị là GIẢ ĐỊNH, chỉnh được ở sheet GiaDinh.

LNST cổ đông mẹ và ROE: thực tế 2021–2025, dự phóng 2026–2031

Nghìn tỷ đồng · ROE (trục phải)



Tỷ đồng	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Tăng trưởng tín dụng hệ thống	19,1%	17,0%	16,1%	14,8%	13,3%	12,8%	12,3%
Thị phần tín dụng TCB	4,1%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,3%	4,3%
Dư nợ cho vay KH (nghìn tỷ)	768	896	1.053	1.223	1.396	1.581	1.776
tăng trưởng	21,5%	16,8%	17,5%	16,1%	14,1%	13,3%	12,3%
NIM	4,0%	3,9%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Thu nhập lãi thuần	38.155	43.838	50.530	60.695	69.823	79.377	89.507
Chi phí dự phòng	−4.421	−3.334	−6.823	−7.398	−7.856	−8.931	−10.071
LNTT	**32.538**	**39.042**	**41.980**	**49.952**	**57.340**	**64.559**	**72.280**
LNST cổ đông mẹ	**25.290**	**29.716**	**31.953**	**38.020**	**43.643**	**49.138**	**55.015**
ROE	16,0%	16,3%	15,4%	16,1%	16,2%	16,1%	15,9%
Cổ tức tiền chi trong năm	–	4.960	5.943	6.391	9.505	10.911	12.284
CET1 sau cổ tức (mô phỏng)	14,2%	14,2%	13,6%	13,4%	13,3%	13,4%	13,5%
CAR sau cổ tức (mô phỏng)	**–**	**15,1%**	**14,5%**	**14,3%**	**14,2%**	**14,3%**	**14,4%**
CAR yêu cầu (8% + CCB + đệm nội bộ)	–	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	10,1%	10,8%

Nguồn: BCTC hợp nhất kiểm toán 2021–2025, kho AAS; AAS dự phóng. CET1, CAR là mô phỏng với mật độ RWA giả định, không phải số công bố (TCB công bố CAR 15,0% tại 30/9/2026, thông cáo KQKD Q3).

RI (nghìn đ/CP): Ke (dòng) × g (cột)	5%	6%	7%	8%
11,5%	36,3	38,8	42,4	48,0
12,5%	30,4	31,8	33,6	36,3
13,5%	**26,0**	**26,7**	**27,6**	**28,9**
14,5%	22,6	22,9	23,3	23,8
15,5%	19,8	19,9	20,0	20,1

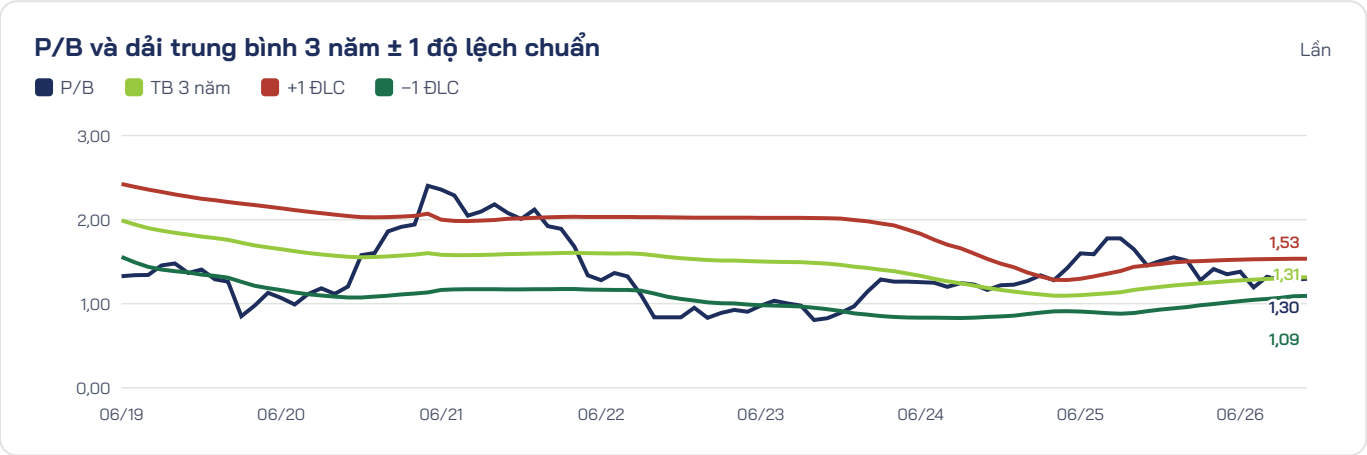
RI (nghìn đ/CP): ROE dài hạn (dòng) × Ke (cột)	11,5%	12,5%	13,5%	14,5%	15,5%
13,0%	29,2	23,4	19,3	16,4	14,2
14,5%	35,8	28,5	23,5	19,8	17,1
16,0%	**42,4**	**33,6**	**27,6**	**23,3**	**20,0**
17,5%	48,9	38,8	31,8	26,7	22,9
19,0%	55,5	43,9	36,0	30,2	25,8

Nguồn: AAS, công thức đóng trong sheet DinhGia (không cần chạy lại mô hình).

Đối chiếu: P/B, P/E so với lịch sử và backtest giao dịch theo định giá

Định giá (04/11/2026)	Hiện tại	Trung vị 3 năm	Phân vị 25–75% (3 năm)	z-score (750 phiên)	Trung vị từ 2018
P/E (LNST mẹ 4 quý)	8,6x	8,6x	7,9–10,1x	−0,28	8,6x
P/B (VCSH cổ đông mẹ)	**1,30x**	**1,28x**	**1,20–1,43x**	**−0,08**	**1,33x**
z trung bình P/E–P/B				−0,18	

Nguồn: giá điều chỉnh của AAS, kho AAS; AAS tính. Giá gốc dựng ngược qua thưởng cổ phiếu 1:1 (GDKHQ 20/06/2024), 100:50 (GDKHQ 29/10/2026) và cổ tức tiền 1.500 đ (05/2024), 1.000 đ (09/2025), 700 đ (05/2026). Số CP sau thưởng 10,629 tỷ. P/E trên LNST mẹ 4 quý, P/B trên VCSH mẹ; BCTC dùng sau 45 ngày kể từ cuối quý (tại 04/11/2026 vẫn là BCTC 30/6/2026).



Nguồn: AAS tính, số cuối tháng.

Vùng giá theo P/B

Vùng (z P/B 3 năm)	P/B	Giá, BVPS 30/9/2026	Giá, BVPS 2026F	Hành động	LS 250 phiên*
z ≤ −1	≤ 1,09x	≤ 19,2	≤ 20,0	Mua thêm	+52%
−1 < z ≤ 0 (hiện tại)	**1,09–1,31x**	**19,2–23,1**	**20,0–24,1**	**Tích lũy từng phần**	**+42%**
0 < z ≤ +1	1,31–1,53x	23,1–27,0	24,1–28,1	Nắm giữ, không mua đuổi	−14%
z > +1	> 1,53x	> 27,0	> 28,1	Chốt lời từng phần	−17%

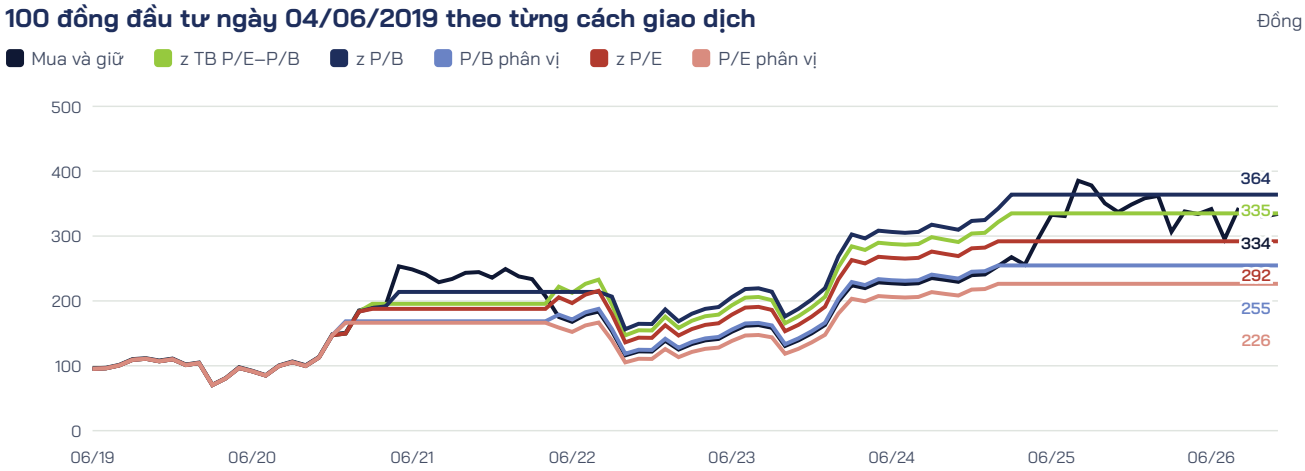
Nguồn: AAS. BVPS 30/9/2026 = 17.601 đồng (VCSH cổ đông mẹ / 10,629 tỷ CP sau thưởng 50%); BVPS 2026F = 18.312 đồng (cộng LNST mẹ dự báo Q4). Dải P/B trượt 750 phiên. Giá: nghìn đồng. *Lợi suất 250 phiên tới trung bình theo nhóm z P/B, 2019–2026.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: MUA

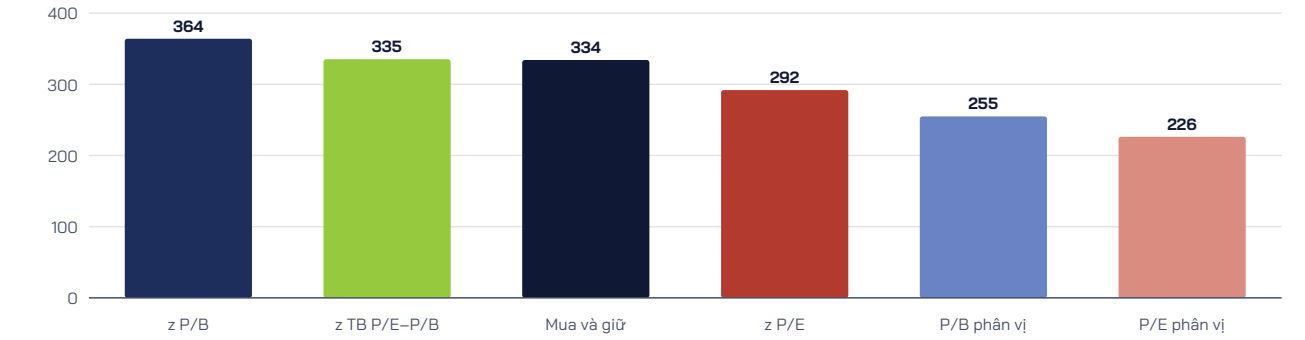
MUA, tỷ trọng vừa phải. Giá 21,85 nghìn đồng (04/11/2026), giá trị hợp lý 28,4 nghìn đồng (RI 27,5, DDM 29,3–29,4), **biên an toàn 23%**. P/B 1,24x trên VCSH 30/9/2026, nằm trong vùng tích lũy từng phần (20,0–24,1 nghìn đồng); mua thêm dưới 20,0 nghìn đồng. Tỷ trọng vừa phải vì nợ xấu mới hình thành tăng mạnh trong Q3 và bao phủ giảm về 107%, phải thu mua hẳn L/C 25,0 nghìn tỷ chưa được phân loại nợ, và LDR theo Thông tư 50 ≈ 105% (trần 95% từ 10/2028). Kiểm tra sức chịu đựng (bù bao phủ, mất 20% phải thu L/C) chỉ làm VCSH giảm 3,1%.

100 đồng mua và giữ từ 04/06/2019 thành 334 đồng (+17,7%/năm), sụt tối đa 64%. Quy tắc z P/B đạt 364 đồng nhưng chỉ có 2 lần vào/ra trong 7 năm; khi thử lại trên 45 biến thể, z P/B thắng mua và giữ ở 47% số biến thể, z P/E 13%. Vì vậy AAS không dùng P/B, P/E để vào/ra toàn bộ, chỉ dùng để chia vùng tỷ trọng. Lợi suất 250 phiên tới cao ở nhóm z thấp (z P/B −1,5 → −0,5: +52%) và âm khi z > +0,5.

100 đồng đầu tư ngày 04/06/2019 theo từng cách giao dịch



Ngày 04/11/2026, 100 đồng ban đầu còn lại bao nhiêu



Nguồn: AAS backtest. Giá điều chỉnh (gồm cổ tức), tín hiệu đóng cửa phiên t, khớp đóng cửa phiên t+1, phí 0,4% mỗi chiều; tiền chờ không sinh lãi. Quy tắc định trước khi xem kết quả; bắt đầu khi z-score đủ 250 phiên.

F Kết luận: tăng trưởng và sinh lời tốt, vốn dày; chất lượng tài sản đang xấu đi từ mức thấp; định giá chưa phản ánh ROE đang đạt

Mảng	Kết luận	Độ tin cậy
Tăng trưởng	Dư nợ +13,1% 9T; LNTT 9T +24%, 2026F +20%	Cao
Sinh lời	ROE ~17%, NIM 4,06%; phí mua hẳn L/C và bảo hiểm là nguồn tăng mới	Cao
Chất lượng tài sản	Nợ xấu 1,36%, bao phủ 107%, nợ xấu mới Q3 2,5 nghìn tỷ; phải thu L/C 25,0 nghìn tỷ ngoài phân loại	Trung bình
Nguồn vốn	Không kỳ hạn 31%; giấy tờ có giá 22% nguồn vốn; LDR TT22 ≈ 77%, TT50 ≈ 105%	Trung bình
Vốn tự có	CAR 15,0%, VCSH/tổng tài sản 15%; đủ chia cổ tức tiền theo Thông tư 14/2025	Cao (CAR công bố)

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CHỈ BÁO THEO DÕI QUÝ TỚI

- **Nợ xấu mới hình thành Q4/2026:** trên 2 nghìn tỷ lần thứ hai liên tiếp, hoặc bao phủ dưới 100%, AAS sẽ hạ dự báo và xem lại tỷ trọng; về dưới 1 nghìn tỷ thì Q3 là khoản đơn lẻ.
- **Phải thu mua hẳn L/C:** số dư và phí trong BCTC năm 2026; thuyết minh người mở L/C.
- **Chi phí vốn và chỉ đạo giảm lãi suất:** lãi suất cho vay giảm nhanh hơn dự kiến (mỗi 10 điểm cơ bản ≈ 48 tỷ NII Q4) mà chi phí vốn không giảm theo sẽ đẩy dự báo về kịch bản thấp.
- **Nguồn vốn:** tỷ trọng chứng chỉ tiền gửi, vay nước ngoài và lộ trình đáp ứng Thông tư 50.
- **CAR theo Thông tư 14/2025:** thời điểm TCB đăng ký phương pháp chuẩn hóa (quyết định năm bắt đầu đệm bảo toàn vốn) và chính sách cổ tức tiền 2026.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 05/11/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.