

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ50,000 (từ VNĐ53,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 26.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/5/2025)	39,550
Mã Bloomberg	CTG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	30,150-42,650
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	39,467
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	212,383
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	8,178
Slg CP lưu hành (tr.đv)	5,370
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,611
Slg CP NN được mua (tr.đv)	158
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	27.1%
Tỷ lệ freefloat	15.8%
Cổ đông lớn	NHNN Việt Nam (64.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	7.33	(4.70)	22.8
So với chỉ số	(1.66)	(9.74)	11.5
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2025F	5,368	5,327	0.8
2026F	6,267	6,428	(2.5)
2027F	7,326	7,137	2.7

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Vietinbank là ngân hàng vốn nhà nước lớn thứ ba về quy mô dư nợ cho vay.

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

Triển vọng tích cực duy trì; giữ khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với CTG nhưng giảm 7% giá mục tiêu xuống 50.000đ phản ánh giảm dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giá định định giá.
- Chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 bình quân 5,8% chủ yếu do kỳ vọng NIM giảm, nhưng một phần được bù đắp nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu tăng. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng 26% trong năm 2025 sau đó tăng trưởng khoảng 16% trong năm 2026-2027.
- Tăng 7% trong 1 tháng qua và vượt trội so với các ngân hàng quốc doanh khác, CTG hiện giao dịch với P/B trượt 1 năm dự phóng là 1,13 lần, thấp hơn một chút so với mức trung bình lịch sử và thấp hơn 21% so với BID.

Sự kiện: Phân tích triển vọng sau KQKD Q1/2025

LNTT Q1/2025 của CTG tăng 10% so với cùng kỳ đạt 6,8 nghìn tỷ đồng, thấp hơn dự báo của chúng tôi – chủ yếu là do nợ xấu mới hình thành (đến từ một khách hàng doanh nghiệp) và chi phí dự phòng (do trích lập dự phòng sớm & chủ động) cao hơn dự báo. Áp lực lên NIM được dự báo vẫn sẽ tiếp diễn, chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ dần cải thiện và chi phí dự phòng sẽ giảm xuống trong những quý tiếp theo.

Tác động: Giảm bình quân 5,8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

HSC giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 bình quân 5,8% chủ yếu do hạ dự báo tỷ lệ NIM nhưng được bù đắp một phần nhờ nâng dự báo thu nhập từ thu hồi nợ xấu. Theo dự báo mới, chúng tôi vẫn dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng mạnh mẽ 26% trong năm 2025 sau đó tăng trưởng chậm lại ở mức khoảng 16% trong năm 2026-2027.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua và tăng khoảng 5% kể từ đầu năm, diễn biến nhìn chung tích cực hơn so với các NHTM có vốn nhà nước khác, CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,13 lần, thấp hơn một chút (0,2 độ lệch chuẩn) so với bình quân 5 năm và thấp hơn khoảng 21% so với NHTM tương đồng nhất BID (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 42.500đ), cao hơn khoảng 6% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chênh lệch chiết khấu của CTG so với BID đã thu hẹp đáng kể từ khoảng 40% trong năm 2023 và 6 tháng đầu năm 2024 xuống khoảng 21%.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 7% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập trạng dư xuống 50.000đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và tăng 1,25 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH, nhưng được bù đắp một phần nhờ chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng sẽ chuyển biến tích cực nhờ doanh thu ổn định và chất lượng tài sản cải thiện, từ đó giúp giảm chi phí dự phòng. Chúng tôi duy trì khuyến nghị nhờ triển vọng cải thiện và chênh lệch định giá so với BID mà chúng tôi kỳ vọng sẽ tiếp tục thu hẹp xuống khoảng 10-15%. CTG vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong số các NHTM có vốn nhà nước.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	53.0	62.4	67.3 ▼	79.7 ▼	93.3
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	70.5	81.9	91.2	103 ▼	118
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	19.9	25.3	31.9	36.9 ▼	43.0
EPS (đồng)	3,706	4,720	5,937	6,874 ▼	8,006
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	23,279	27,474	32,766	39,065	46,458
P/E (lần)	10.7	8.38	6.66	5.75	4.94
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.70	1.44	1.21	1.01	0.85
Tăng trưởng EPS (%)	17.6	27.4	25.8	15.8	16.5
ROAE (%)	17.1	18.6	19.7	19.1	18.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

KQKD Q1 dưới kỳ vọng nhưng triển vọng vẫn tích cực

Sau khi phân tích xu hướng ngành và KQKD Q1/2025 của CTG, HSC giảm bình quân 5,8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 sau khi hạ dự báo tỷ lệ NIM và nâng dự báo thu nhập từ thu hồi nợ xấu. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần vẫn tăng trưởng mạnh 27% trong năm 2025, sau đó tăng trưởng chậm lại lần lượt ở mức 15,8% và 16,5% trong năm 2026-2027. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào nhờ nền tảng cơ bản cải thiện, triển vọng tăng trưởng vững chắc và chênh lệch định giá hấp dẫn so với BID mà chúng tôi kỳ vọng sẽ tiếp tục thu hẹp. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 26%.

Nhìn lại Q1 và triển vọng năm 2025

Tín dụng tăng trưởng 4,5% trong Q1 và 7,2% kể từ đầu năm đến giữa tháng 5/2025

Tín dụng của CTG tăng trưởng vững chắc 4,5% so với quý trước, cao hơn bình quân ngành ở mức 3,9%. Tăng trưởng đồng đều ở tất cả các phân khúc, trong đó phân khúc bán lẻ (tăng trưởng 3,5%), DNNVV (tăng trưởng 3,9%), khách hàng doanh nghiệp lớn (tăng trưởng 5,9%) và doanh nghiệp FDI (tăng 5%) đều đóng góp tích cực.

Đối với huy động, tiền gửi khách hàng tăng nhẹ 0,94% so với quý trước, trong khi giấy tờ có giá tăng mạnh 34,1% so với quý trước. Từ đó, tổng vốn huy động tăng trưởng 3,8%, phù hợp với tăng trưởng tín dụng. Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn giảm nhẹ 0,4 điểm phần trăm xuống 24,4%, tốt hơn so với ngành (giảm 1,8 điểm phần trăm), điều này phản ánh sự ổn định của CTG trong việc duy trì tiền gửi & tiền gửi không kỳ hạn.

Chúng tôi dự báo tín dụng sẽ tăng trưởng ổn định trong những quý tới và hoàn thành kế hoạch tăng trưởng tín dụng cả năm 2025 của BLĐ (16%).

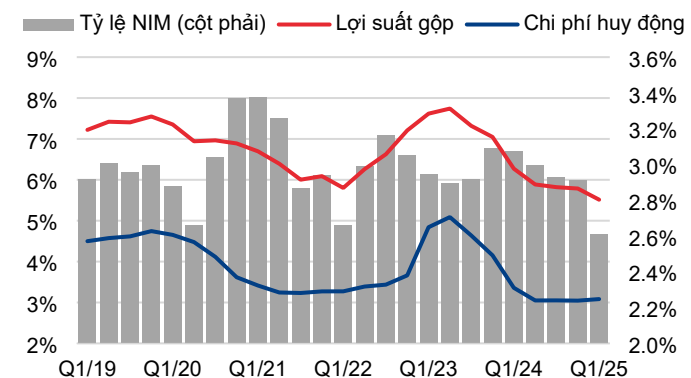
Tỷ lệ NIM thu hẹp 30 điểm cơ bản so với quý trước xuống 2,6%

Tỷ lệ NIM giảm mạnh 30 điểm cơ bản so với quý trước (giảm 46 điểm cơ bản so với cùng kỳ) xuống 2,61%, phù hợp với xu hướng chung của ngành (bình quân ngành: giảm 32 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 44 điểm cơ bản so với cùng kỳ), cơ cấu cụ thể bao gồm: lợi suất tài sản giảm 27 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 76 điểm cơ bản so với cùng kỳ, nhưng được bù đắp một phần nhờ chi phí huy động giảm 28 điểm cơ bản so với cùng kỳ (tăng 4 điểm cơ bản so với quý trước). Sức ép lên tỷ lệ NIM xuất phát từ tình hình cạnh tranh gay gắt giữa các NHTM, chính sách tiền tệ mở rộng, các yếu tố mùa vụ & nhu cầu tín dụng âm đạm trong Q1.

BLĐ đã đặt kế hoạch tỷ lệ NIM giảm nhẹ 10 điểm cơ bản xuống 2,8% trong năm 2025, tuy nhiên mức độ sụt giảm trong Q1/2025 cao hơn đáng kể so với kế hoạch. Chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM sẽ phục hồi nhẹ trong nửa cuối năm 2025 nhưng tỷ lệ NIM cả năm được dự báo sẽ giảm xuống 2,7%, giảm 20 điểm cơ bản so với cùng kỳ, thấp hơn kế hoạch của BLĐ.

Biểu đồ 1: Biến động tỷ lệ NIM, CTG

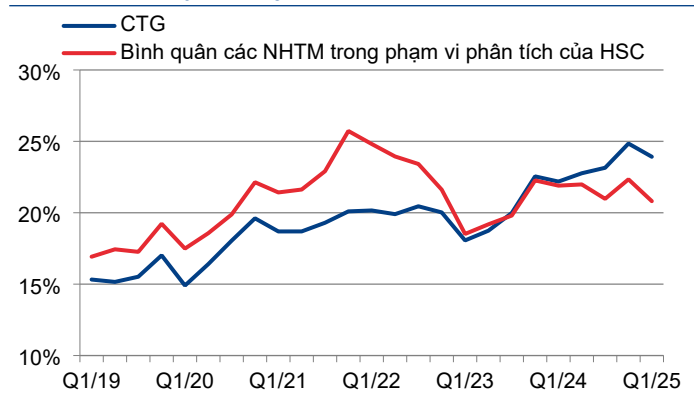
Tỷ lệ NIM giảm 30 điểm cơ bản so với quý trước xuống còn 2,6% trong Q1/2025



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 2: So sánh tỷ lệ CASA

Tỷ lệ CASA của CTG bắt đầu vượt trội hơn so với bình quân các NHTM khác kể từ năm 2024



Nguồn: CTG, HSC

Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng mạnh nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu

Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh 28% so với cùng kỳ chủ yếu nhờ thu nhập khác tăng 157% so với cùng kỳ. Trong khoản mục này, thu nhập từ thu hồi nợ xấu đạt 1,9 nghìn tỷ đồng (tăng 190% so với cùng kỳ), góp phần hoàn thành kế hoạch cả năm của BLĐ (đạt tối thiểu 10 nghìn tỷ đồng).

Lãi thuần HĐ dịch vụ giảm 9,5% so với cùng kỳ xuống 1,6 nghìn tỷ đồng, so với BID (1,5 nghìn tỷ đồng, giảm 9,1% so với cùng kỳ) và VCB (806 tỷ đồng, giảm 44% so với cùng kỳ). CTG cho rằng sự sụt giảm này xuất phát từ chính sách miễn phí cho khách hàng và đẩy mạnh đầu tư số nhằm củng cố năng lực cạnh tranh thông qua các kênh thanh toán đa dạng.

HSC kỳ vọng thu nhập phí sẽ đi ngang trong các quý còn lại của năm 2025 nhưng thu nhập từ thu hồi nợ xấu dự báo tăng lên (trong nửa cuối năm 2025) nhờ cách tiếp cận chủ động hơn đối với phân khúc DNNVV.

Sức ép lên chất lượng tài sản gia tăng nhưng chỉ trong ngắn hạn

Chất lượng tài sản suy yếu trong Q1/2025 với tổng nợ xấu tăng mạnh 6,5 nghìn tỷ đồng (tăng 30% so với quý trước), nâng tỷ lệ nợ xấu lên 1,55% từ 1,25% tại thời điểm cuối năm 2024. Nợ xấu mới hình thành tăng 13 nghìn tỷ đồng (tương đương 0,74% tổng dư nợ bình quân), được bù đắp một phần với nợ xấu được xử lý 6,5 nghìn tỷ đồng (tương đương 0,37% tổng dư nợ bình quân), đã góp phần làm giảm chất lượng tài sản. Tỷ lệ nợ nhóm 2 vẫn ổn định ở mức 1,32% với nợ xấu tập trung ở các lĩnh vực như BDS, vật liệu xây dựng, điện, xây dựng cơ sở hạ tầng và nông nghiệp.

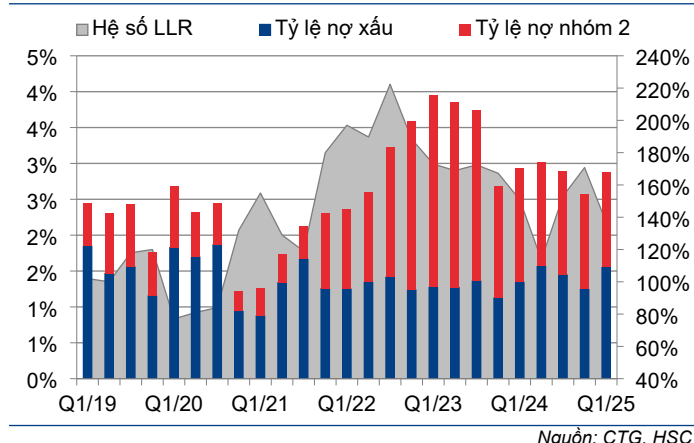
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR giảm xuống 136,8% từ 171,7% tại thời điểm cuối năm 2024 nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với bình quân ngành (82%). Chi phí dự phòng tăng nhẹ 1% so với cùng kỳ lên 8,1 nghìn tỷ đồng. BLĐ tiếp tục sử dụng chiến lược trích lập dự phòng sớm, chủ động và thận trọng, tương tự như phân làm năm 2024 để tăng cường sự ổn định tài chính trong tương lai. BLĐ đặt kế hoạch chi phí dự phòng năm 2025 ở mức 20-25 nghìn tỷ đồng, so với 27,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2024.

Một phần đáng kể nợ xấu mới hình thành đến từ một khách hàng doanh nghiệp trong lĩnh vực vật liệu xây dựng đang trong quá trình tái cấu trúc. BLĐ cho biết khách hàng này đã trở lại tình trạng bình thường vào tháng 5/2025, điều này cho thấy Ngân hàng có thể sẽ hoàn nhập dự phòng vào Q2/2025.

HSC giữ nguyên dự báo chi phí dự phòng ở mức 26 nghìn tỷ đồng (tương đương chi phí tín dụng 1,4%) trong năm 2025, giảm 6% so với cùng kỳ.

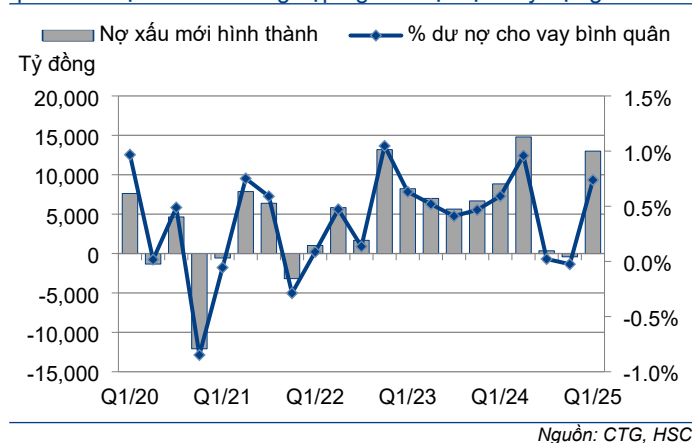
Biểu đồ 3: Nợ xấu, nợ nhóm 2 & hệ số LLR, CTG

Nợ xấu tăng trong Q1/2025 nhưng nhiều khả năng chỉ là tạm thời



Biểu đồ 4: Nợ xấu mới hình thành, CTG

Nợ xấu mới hình thành tăng đáng kể trong Q1/2025, chủ yếu liên quan tới một KH doanh nghiệp ngành Vật liệu xây dựng



Tỷ trọng tín dụng liên quan tới những ngành chịu ảnh hưởng từ chính sách thuế quan

Theo phân tích sơ bộ của CTG, Ngân hàng có quan hệ tín dụng với hơn 1.300 công ty xuất khẩu sang Mỹ, chiếm khoảng 10% dư nợ phân khúc khách hàng doanh nghiệp

(tương đương 6% tổng dư nợ tín dụng). Do mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ khác nhau của các công ty này, việc đánh giá chính xác ảnh hưởng của chính sách thuế quan vẫn còn gặp khó khăn.

Giảm bình quân 5,8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Sau khi phân tích xu hướng ngành và KQKD Q1/2025 của CTG, HSC giảm bình quân 5,8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 sau khi hạ dự báo tỷ lệ NIM và nâng dự báo thu nhập từ thu hồi nợ xấu. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần vẫn tăng trưởng mạnh 26% trong năm 2025, sau đó tăng trưởng chậm lại lần lượt ở mức 15,8% và 16,5% trong năm 2026-2027.

Những điều chỉnh chính trong giả định và dự báo của chúng tôi được trình bày tóm tắt trong Bảng 5-6.

Bảng 5: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, CTG

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm giảm dự báo thu nhập lãi thuần & tăng giả định thu nhập ngoài lãi (thu nhập từ thu hồi nợ xấu)

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới		
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Thu nhập lãi thuần	62,403	71,564	84,075	95,761	67,324	79,730	93,290
Tăng trưởng	17.8%	14.7%	17.5%	13.9%	7.9%	18.4%	17.0%
Điều chỉnh					-5.9%	-5.2%	-2.6%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6,696	7,167	7,791	8,469	7,167	7,791	8,469
Tăng trưởng	-5.9%	7.0%	8.7%	8.7%	7.0%	8.7%	8.7%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%
Thu nhập ngoài lãi khác	12,810	14,288	15,034	15,848	16,703	15,034	15,848
Tăng trưởng	22.3%	11.5%	5.2%	5.4%	30.4%	-10.0%	5.4%
Điều chỉnh					16.9%	0.0%	0.0%
Tổng thu nhập HĐ	81,909	93,019	106,899	120,078	91,194	102,554	117,607
Tăng trưởng	16.1%	13.6%	14.9%	12.3%	11.3%	12.5%	14.7%
Điều chỉnh					-2.0%	-4.1%	-2.1%
Chi phí HĐ	(22,546)	(25,158)	(28,228)	(31,683)	(25,158)	(28,228)	(31,683)
Tăng trưởng	10.3%	11.6%	12.2%	12.2%	11.6%	12.2%	12.2%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	59,363	67,861	78,671	88,395	66,036	74,326	85,924
Tăng trưởng	18.5%	14.3%	15.9%	12.4%	11.2%	12.6%	15.6%
Điều chỉnh					-2.7%	-5.5%	-2.8%
Chi phí dự phòng	(27,599)	(26,008)	(28,001)	(31,988)	(26,008)	(28,001)	(31,988)
Tăng trưởng	9.9%	-5.8%	7.7%	14.2%	-5.8%	7.7%	14.2%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%
LNTT	31,764	41,853	50,670	56,407	40,028	46,325	53,936
Tăng trưởng	27.1%	31.8%	21.1%	11.3%	26.0%	15.7%	16.4%
Điều chỉnh					-4.4%	-8.6%	-4.4%
Lợi nhuận thuần	25,348	33,342	40,388	44,970	31,882	36,912	42,993
Tăng trưởng	27.4%	31.5%	21.1%	11.3%	25.8%	15.8%	16.5%
Điều chỉnh					-4.4%	-8.6%	-4.4%

Nguồn: HSC

Bảng 6: Các giả định quan trọng, CTG

Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 17 điểm cơ bản/16 điểm cơ bản/8 điểm cơ bản giả định tỷ lệ NIM cho giai đoạn 2025-2027

	Dự báo cũ				Dự báo mới		
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Tăng trưởng cho vay	16.9%	16.0%	15.0%	14.0%	16.0%	15.0%	14.0%
Tăng trưởng tiền gửi	13.8%	15.0%	14.0%	14.0%	15.0%	14.0%	14.0%
Tỷ lệ NIM	2.93%	2.89%	3.00%	3.04%	2.72%	2.84%	2.96%
Tỷ lệ nợ xấu	1.25%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
Chi phí tín dụng	1.73%	1.40%	1.30%	1.30%	1.40%	1.30%	1.30%
Nợ xấu mới hình thành	1.37%	1.17%	1.26%	1.17%	1.17%	1.26%	1.17%
Hệ số LLR	170.7%	174.0%	161.2%	158.2%	174.0%	161.2%	158.2%
Hệ số CIR	27.5%	27.0%	26.4%	26.4%	27.6%	27.5%	26.9%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 7% giá mục tiêu xuống 50.000đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giả định định giá, bao gồm tăng 1,25 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH và chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2026. CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,13 lần, thấp hơn một chút so với bình quân 5 năm và thấp hơn khoảng 21% so với NHTM tương đồng nhất BID (mặc dù vẫn cao hơn 6% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân). Chúng tôi dự báo chiết khấu định giá giữa CTG và BID sẽ tiếp tục thu hẹp xuống khoảng 10-15% nhờ nền tảng cơ bản của Ngân hàng đang được củng cố cùng triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 26% và P/B dự phóng năm 2025-2026 lần lượt ở mức 1,53 lần và 1,28 lần.

Giảm 7% giá mục tiêu

HSC giảm 7% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư xuống 50.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 26%. Những điều chỉnh chính bao gồm:

- Giảm bình quân 5,8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027.
- Nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% (dựa trên giả định chung của HSC, tăng 1,25 điểm phần trăm gần đây do tình hình kinh tế vĩ mô ngày càng không chắc chắn do chính sách thuế quan).
- Chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2026.

Chi tiết về định giá của HSC được trình bày trong Bảng 7 dưới đây. Trong khi đó, phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá chính là lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được trình bày trong Bảng 8.

Bảng 7: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	28,826	33,653	39,343	44,906	51,517	58,166	63,181	70,631
- Chi phí vốn CSH	22,038	26,283	31,335	36,993	43,329	49,405	56,204	66,074
Lợi nhuận thặng dư	6,788	7,369	8,007	7,913	8,188	8,761	6,977	4,557
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư								
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.15	1.32	1.52	1.74	2.00	2.29	2.62	
Giá trị hiện tại	5,906	5,578	5,273	4,539	4,093	3,822	19,192	
Vốn CSH đầu tư	175,955	209,777						
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư	73,907	77,145						
Giá trị vốn CSH	249,861	286,922						
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	5,370	5,370						
Giá trị của cổ phiếu (đồng)	46,529	53,431						
Giá mục tiêu giữa năm 2026 (đồng)	50,000							

Nguồn: HSC

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), CTG

		Phần bù rủi ro vốn CSH				
		7.75%	8.25%	8.75%	9.25%	9.50%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	81,400	71,000	62,100	54,500	51,000
	3.5%	72,700	63,500	55,700	48,900	45,800
	4.0%	65,000	57,000	50,000	43,900	41,200
	4.5%	58,300	51,100	44,900	39,400	37,000
	5.0%	52,300	45,900	40,300	35,400	33,200

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua và tăng khoảng 5% kể từ đầu năm, tích cực hơn so với các NHTM có vốn nhà nước khác, CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,13 lần, thấp hơn một chút (0,23 độ lệch chuẩn) so với bình

quần 5 năm và thấp hơn khoảng 21% so với NHTM tương đồng nhất BID (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 42.500đ), cao hơn khoảng 6% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chênh lệch chiết khấu của CTG so với BID đã thu hẹp đáng kể từ khoảng 40% trong năm 2023 và 6 tháng đầu năm 2024 xuống khoảng 21%.

Chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng sẽ chuyển biến tích cực nhờ doanh thu ổn định và chất lượng tài sản cải thiện, từ đó giúp giảm chi phí dự phòng. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào nhờ triển vọng cải thiện và chênh lệch định giá so với BID mà chúng tôi kỳ vọng sẽ tiếp tục thu hẹp xuống khoảng 10-15%. CTG vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong số các NHTM có vốn nhà nước.

Biểu đồ 9: P/B trượt dự phóng 1 năm, CTG

CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,13 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 10: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, CTG

...thấp hơn 0,23 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân 5 năm



Nguồn: HSC

Biểu đồ 11: Chiết khấu định giá của CTG so với BID

Chênh lệch định giá đã giảm từ gần 40% năm 2023 xuống khoảng 20% trong 6 tháng đầu năm 2024



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi	133	124	140	166	192
Chi phí lãi	(79.7)	(62.1)	(72.4)	(86.6)	(98.4)
Thu nhập lãi thuần	53.0	62.4	67.3	79.7	93.3
Lãi thuần HĐ dịch vụ	7.11	6.70	7.17	7.79	8.47
Lãi thuần HĐ KDNH	4.25	4.20	4.41	4.63	4.86
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.14	(0.20)	0.70	0.15	0.15
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.29	0.39	0.41	0.43	0.45
Thu nhập khác	5.80	8.42	11.2	9.83	10.4
Tổng thu nhập HĐ	70.5	81.9	91.2	103	118
Chi phí HĐ	(20.4)	(22.5)	(25.2)	(28.2)	(31.7)
LN trước dự phòng	50.1	59.4	66.0	74.3	85.9
Chi phí dự phòng	(25.1)	(27.6)	(26.0)	(28.0)	(32.0)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	25.0	31.8	40.0	46.3	53.9
Chi phí thuế TNDN	(4.94)	(6.28)	(8.01)	(9.27)	(10.8)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.14)	(0.13)	(0.14)	(0.15)	(0.16)
Lợi nhuận thuần	19.9	25.3	31.9	36.9	43.0
EPS (đồng)	3,706	4,720	5,937	6,874	8,006
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	5,370	5,370	5,370	5,370	5,370
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	5,370	5,370	5,370	5,370	5,370
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,370	5,370	5,370	5,370	5,370

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	9.76	11.1	19.4	21.1	24.0
Tiền gửi tại NHNN	40.6	34.4	38.8	46.3	52.8
Tiền gửi tại các TCTD khác	280	378	416	437	459
Chứng khoán kinh doanh	2.49	2.80	2.80	2.96	3.05
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	1,446	1,685	1,956	2,253	2,569
Tổng dư nợ cho vay	1,473	1,722	1,997	2,297	2,619
Dự phòng rủi ro	(27.8)	(36.7)	(41.7)	(44.4)	(49.7)
Chứng khoán đầu tư	181	215	224	234	247
CK đầu tư sẵn sàng để bán	181	189	198	208	218
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0.86	26.6	26.6	26.6	29.3
Dự phòng rủi ro	(0.25)	(0.59)	(0.59)	(0.59)	(0.59)
Đầu tư dài hạn	3.43	3.93	3.93	3.93	3.93
Tài sản cố định	10.1	10.0	9.86	9.73	9.59
Tài sản khác	59.6	44.7	45.6	47.9	52.7
Tổng tài sản	2,033	2,385	2,716	3,056	3,421
Nợ phải trả	1,907	2,237	2,539	2,845	3,170
Tiền gửi của NHNN	21.8	154	162	113	68.0
Tiền gửi của các TCTD khác	304	276	295	331	354
Tổng tiền gửi KH	1,411	1,606	1,847	2,106	2,401
Trái phiếu và CCTG	115	152	182	237	284
Nợ khác	53.8	48.1	52.7	57.7	63.3
Vốn chủ sở hữu	125	148	176	210	249
Vốn điều lệ	53.7	53.7	53.7	53.7	53.7
Thặng dư vốn cổ phần	8.97	8.97	8.97	8.97	8.97
Lợi nhuận giữ lại	42.4	58.4	80.7	107	137
Quỹ & vốn khác của CSH	20.0	26.5	32.6	40.4	49.5
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.86	0.97	1.11	1.26	1.42
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	2,033	2,385	2,716	3,056	3,421
BVPS (đồng)	23,279	27,474	32,766	39,065	46,458

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	12.4	17.4	13.9	12.5	12.0
Tăng trưởng cho vay KH (%)	15.6	16.9	16.0	15.0	14.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	12.9	13.9	15.0	14.0	14.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	13.9	15.2	15.4	15.4	14.6
Tăng trưởng VCSH (%)	16.2	18.0	19.3	19.2	18.9
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	10.8	17.8	7.89	18.4	17.0
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	6.51	10.3	11.6	12.2	12.2
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	11.5	18.5	11.2	12.6	15.6
Tăng trưởng LNTT (%)	18.3	27.1	26.0	15.7	16.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	17.6	27.4	25.8	15.8	16.5
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	3.67	3.71	3.57	3.55	3.63
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.06)	(1.02)	(0.99)	(0.98)	(0.98)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	94.7	96.3	97.2	97.2	97.2
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.86	3.31	3.65	4.07	4.62
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	17.8	22.7	28.6	33.1	38.5
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	10.7	8.38	6.66	5.75	4.94
P/B (lần)	1.70	1.44	1.21	1.01	0.85
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	28.2	30.9	35.0	36.0	36.6
ROAA (%)	1.04	1.15	1.25	1.28	1.33
ROAE (%)	17.1	18.6	19.7	19.1	18.7
Chi phí huy động BQ (%)	4.55	3.07	3.10	3.29	3.34
Lợi suất góp BQ (%)	7.30	5.85	5.64	5.93	6.09
Lợi suất thuần (%)	2.75	2.78	2.54	2.65	2.75
Tỷ lệ NIM (%)	2.91	2.93	2.72	2.84	2.96
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	10.1	8.17	7.86	7.60	7.20
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	75.1	76.2	73.8	77.7	79.3
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	14.9	15.6	18.3	14.7	13.5
Tỷ lệ CIR (%)	29.0	27.5	27.6	27.5	26.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	9.31	9.56	9.88	10.3	10.8
VCSH/Tổng TS (%)	6.15	6.18	6.48	6.87	7.29
Đòn bẩy vốn (lần)	16.3	16.2	15.4	14.6	13.7
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.13	1.25	1.20	1.20	1.20
Hệ số LLR (%)	167	171	174	161	158
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	104	107	108	109	109
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	16.6	13.6	12.7	12.4	11.7
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	72.5	72.2	73.5	75.2	76.5
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116
Số lượng nhân viên	24,642	24,731	24,978	25,228	25,480

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn