



Tháng 12/2025

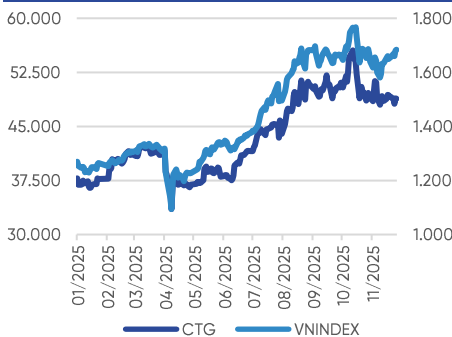
BÁO CÁO DOANH NGHIỆP LẦN ĐẦU

Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam
HSX: CTG

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Mã chứng khoán:	HSX:CTG
Ngành:	Ngân Hàng
Giá cp (VNĐ) (09/12/2025)	50.100
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	281.388
ROA:	1,30%
ROE:	21,10%

GIÁ CỔ PHIẾU VÀ VNINDEX



CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

P/E:	7,87x
P/B:	1,55x

CƠ CẤU SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước:	64,46%
Sở hữu nước ngoài:	25,48%
Freefloat:	15%
CEO:	Nguyễn Trần Mạnh Trung

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

(tỷ đồng, trừ EPS)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	47.792	52.957	62.403	65.914	79.101	93.641
Lợi nhuận sau thuế	16.984	20.045	25.483	31.566	37.431	45.469
NIM (%)	3,02%	2,91%	2,93%	2,65%	2,75%	2,81%
Đòn bẩy tài chính (lần)	16,5	16,4	16,1	15,7	15,2	14,5
EPS (VNĐ)	2.703	3.200	4.720	5.853	6.945	8.442

NGÂN HÀNG TMCP CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (VIETINBANK)

Khuyến nghị: **MUA**

Giá mục tiêu: 60.200 đ/cp (+20,16%) tương đương 42.865 đ/cp sau khi chia cổ tức.

VietinBank (HSX: CTG) là một trong bốn ngân hàng quốc doanh được thành lập từ năm 1988 và chính thức cổ phần hóa vào năm 2009, VietinBank hiện đang có vốn điều lệ 53.700 tỷ đồng và tổng tài sản vượt 2,4 triệu tỷ đồng đứng thứ 2 toàn hệ thống.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Tăng trưởng tín dụng của CTG bù đắp cho áp lực giảm NIM. Quý 3/2025, CTG đạt mức tăng trưởng tín dụng đạt 15,6% YTD, cao hơn mức tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống là 13,4%. Tăng trưởng tín dụng cả năm 2025 dự phóng đạt 17%.
- Tăng trưởng huy động Q3/2025 đạt 11,36% YTD, Chúng tôi dự phóng tăng trưởng huy động cả năm đạt 15,6% tạo nền tảng vững chắc cho hoạt động kinh doanh.
- Chi phí tín dụng cả năm sẽ giảm đạt 1,1% (-37 đcb YoY). CTG cho biết đã trích lập thận trọng và giữ nguyên kế hoạch dự phòng năm ở mức 20–25 nghìn tỷ đồng cho thấy chi phí tín dụng có thể đã đạt đỉnh vào năm trước và giảm trong năm 2025.
- Chất lượng tài sản của CTG được dự báo tiếp tục cải thiện. Với nền tảng dự phòng vững chắc, CTG hiện có chất lượng tài sản vượt trội so với ngành. Dự báo NPL sẽ giảm còn 1,2% vào 2025.
- CTG tăng vốn điều lệ thêm khoảng 24 nghìn tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ 44,64%, từ nguồn lợi nhuận giữ lại các năm 2009–2016, 2021 và 2022, dự kiến triển khai trong giai đoạn từ quý 4/2025 đến quý 1/2026 phụ thuộc vào quyết định của cơ quản lý.

Sử dụng 2 phương pháp định giá: (1) phương pháp thu nhập thặng dư với tỷ trọng 50% và (2) phương pháp P/B mục tiêu với tỷ trọng 50%, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu của Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (HSX:CTG) với giá mục tiêu 60.200 (+20,16%) vào cuối năm 2026.



PHẦN I

TỔNG QUAN NGÀNH

Xem chi tiết báo cáo ngành ngân hàng [tại đây](#)

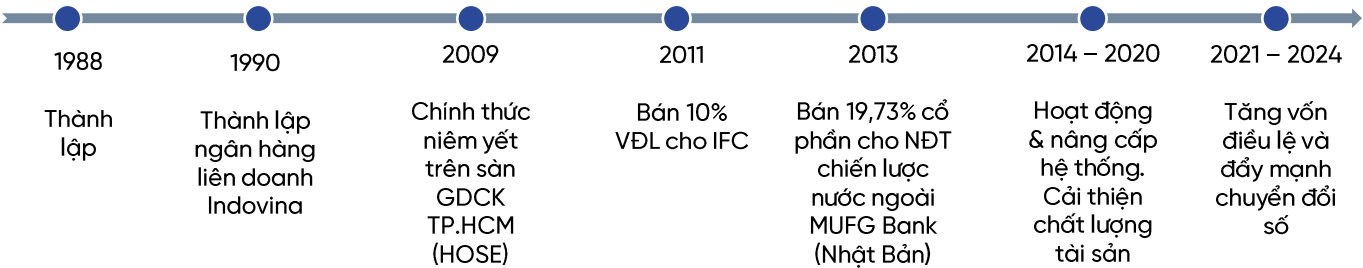
PHẦN II

**TỔNG QUAN
DOANH NGHIỆP**

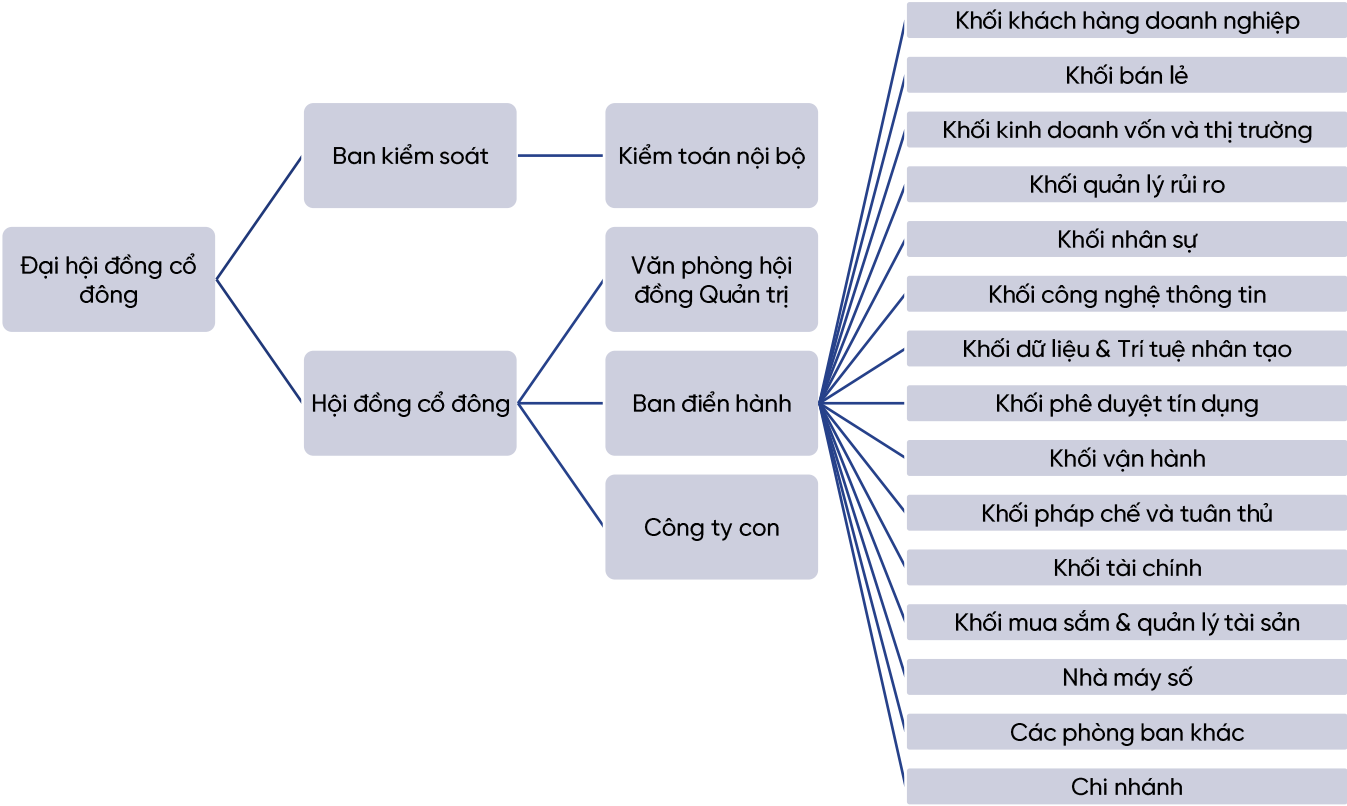
Giới thiệu về doanh nghiệp

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Công Thương Việt Nam (VietinBank, HSX: CTG) là một trong bốn ngân hàng quốc doanh được thành lập từ năm 1988 và chính thức cổ phần hóa vào năm 2009, VietinBank hiện đang có vốn điều lệ 53.700 tỷ đồng và tổng tài sản vượt 2,4 triệu tỷ đồng đứng thứ 2 toàn hệ thống. Những năm gần đây, VietinBank theo đuổi chiến lược chuyển đổi số và phát triển bền vững nhằm hướng đến vị thế ngân hàng hàng đầu khu vực vào năm 2030.

Lịch sử hình thành và phát triển



Mô hình tổ chức



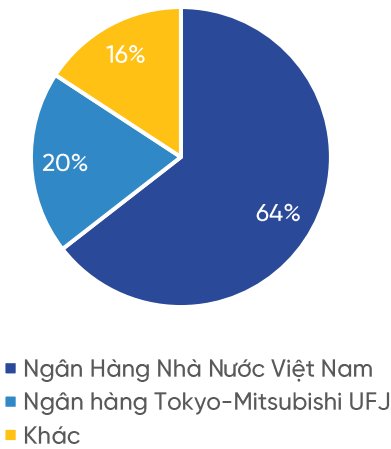
Xếp hạng tín nhiệm

	Ngắn hạn	Dài hạn	Triển vọng	Thời điểm
FitchRatings	B	BB+	Ổn định	23/05/2025
Moody's		Ba2	Ổn định	19/03/2025

Nguồn: CTG, BMS tổng hợp

Cơ cấu sở hữu

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: CTG, BMS tổng hợp

Tính đến cuối năm 2024, Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (VietinBank – CTG) có cơ cấu sở hữu đặc biệt trong hệ thống ngân hàng thương mại tại Việt Nam. Trong đó, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam nắm giữ 64% vốn điều lệ, cho thấy CTG vẫn là ngân hàng thương mại nhà nước giữ vai trò trụ cột, nhưng tỷ lệ này thấp hơn đáng kể so với các ngân hàng cùng khối (thường trên 70%), tạo điều kiện cho sự tham gia sâu hơn của nhà đầu tư bên ngoài. Nhà đầu tư chiến lược nước ngoài – Ngân hàng Tokyo-Mitsubishi UFJ (MUFG) hiện nắm giữ 20% cổ phần, không chỉ mang lại nguồn vốn dài hạn mà còn góp phần hỗ trợ nâng cao năng lực quản trị, kiểm soát rủi ro, phát triển công nghệ và đào tạo nhân sự.

Đáng chú ý, MUFG cũng có đại diện trực tiếp trong Hội đồng Quản trị của VietinBank, cho thấy vai trò chiến lược, gắn kết chặt chẽ về định hướng phát triển.

Danh sách công ty con, công ty liên kết

Công ty	Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	Tỷ lệ sở hữu của CTG	Tổng tài sản (tỷ VNĐ)	Doanh thu (tỷ VNĐ)	LNTT (tỷ VNĐ)
Tổng Công ty Cổ phần Bảo hiểm Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam	766,7	73,37%	9.877	4.423	365
Công ty TNHH MTV Quản lý Quỹ Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam	300	100%	426,3	13,4	13,7
Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam	1.487	75,64%	8.698	1.038,8	287,4
Công ty Cho thuê Tài chính TNHH MTV Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam	1.000	100%	6.032,3	579,9	23,6
Công ty TNHH Vàng bạc Đá quý Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam	200	100%	207,5	62,6	1,9
Công ty TNHH Vàng bạc Đá quý Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam	120	100%	263	185,1	67, 7
Công ty TNHH MTV Chuyển tiền Toàn cầu Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam	50	100%	291,3	61,2	27,9
Ngân hàng TNHH Công Thương Việt Nam tại Lào	62 triệu USD	100%	6.549,1	N/A	112,7
Ngân hàng Liên doanh Indovina	193 triệu USD	50%	109.992	N/A	937,6

Mô hình kinh doanh

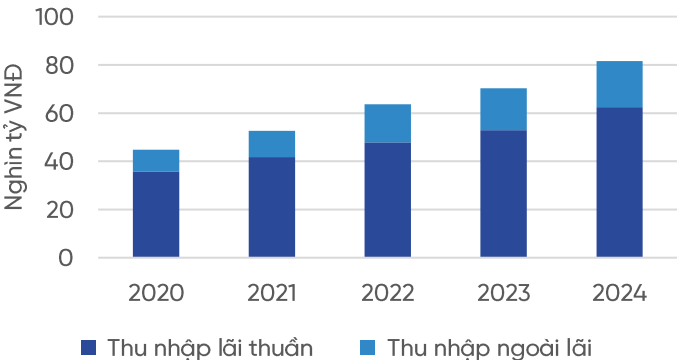
VietinBank hiện đang phục vụ hơn 9 triệu khách hàng với mạng lưới hơn 155 chi nhánh và 953 phòng giao dịch trên toàn quốc. Ba nhóm khách hàng chính bao gồm: [1] khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME), [2] khách hàng doanh nghiệp lớn và FDI và [3] khách hàng cá nhân. Ở mỗi nhóm khách hàng, VietinBank đều cung cấp giải pháp tài chính toàn diện, gồm:

	Doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME)	Doanh nghiệp lớn và FDI	Khách hàng cá nhân
Cho vay ngắn hạn và dài hạn		#1 NH cho DN FDI	
Ngân hàng thanh toán	#1 ngân hàng SME	#1 về tăng trưởng phí bảo lãnh	
Dịch vụ trả lương			
Phát hành và phân phối trái phiếu			
Ngân hàng số			
Quản lý tài sản			
Cho vay tiêu dùng			
Bancassurance			
Dịch vụ thẻ			

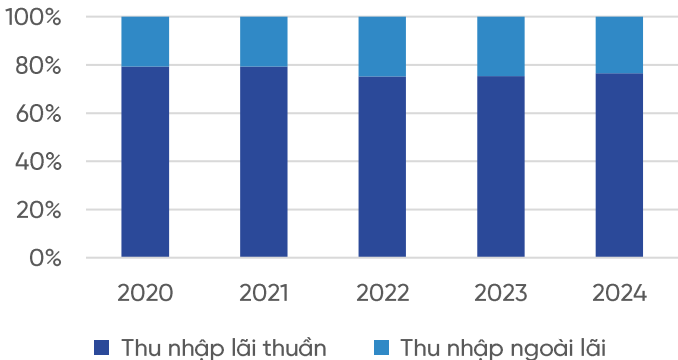
Nguồn: CTG, BMS tổng hợp

Tín dụng là hoạt động kinh doanh cốt lõi của CTG, trong đó thu nhập lãi thuần (NII) đóng góp khoảng 75%–77% vào tổng thu nhập hoạt động (TOI) từ năm 2022 đến năm 2024. Giai đoạn 2020–2024, thu nhập ngoài lãi của ngân hàng có sự cải thiện đáng kể với tốc độ tăng trưởng CAGR đạt 19,9%, chiếm khoảng 23%–25% tổng thu nhập hoạt động. Những yếu tố chính thúc đẩy thu nhập ngoài lãi bao gồm: thu từ xử lý nợ xấu, hoạt động kinh doanh ngoại hối hiệu quả, và đặc biệt là nguồn thu từ bảo hiểm liên kết ngân hàng (bancassurance) thông qua hợp đồng hợp tác độc quyền kéo dài 16 năm với Manulife từ năm 2022.

Tổng thu nhập hoạt động (TOI)

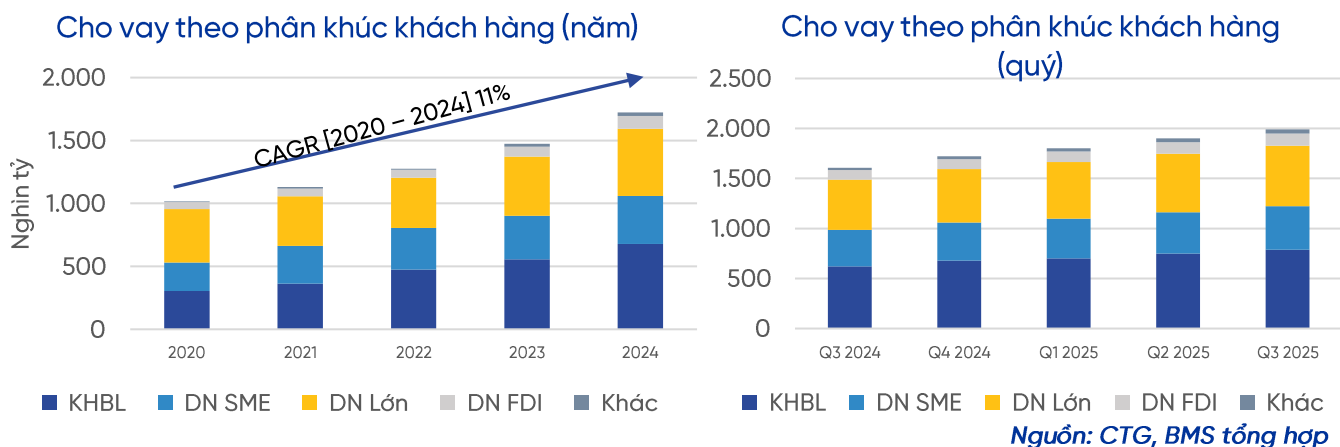


Tỷ trọng thu nhập



Nguồn: CTG

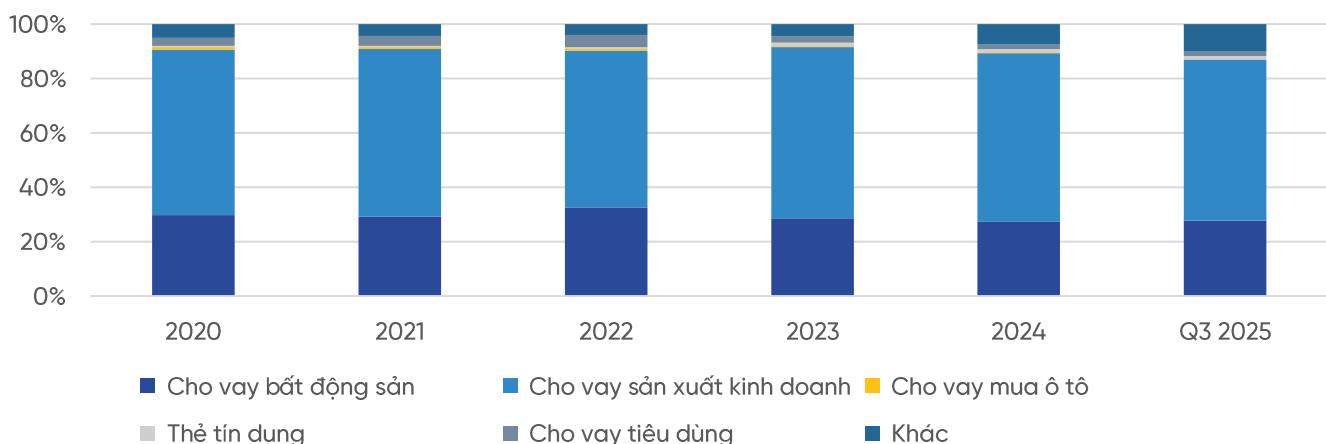
Hoạt động tín dụng



Trong giai đoạn 2020 – 2024, hoạt động tín dụng của VietinBank ghi nhận tăng trưởng bền vững và hiệu quả, tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2020 – 2024 đạt 11%, đóng vai trò là trụ cột chính trong cơ cấu thu nhập. Dư nợ cho vay theo năm liên tục mở rộng, từ mức khoảng 1.015 nghìn tỷ VNĐ năm 2020 lên gần 1.722 nghìn tỷ VNĐ vào năm 2024. Về cơ cấu phân khúc, VietinBank duy trì chiến lược cân bằng giữa các nhóm khách hàng. Trong đó, khách hàng bán lẻ (KHBL) chiếm tỷ trọng lớn nhất, tiếp đến là doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) và doanh nghiệp lớn.

Tín dụng dành cho khối FDI (CAGR [2020 – 2024] đạt 13%) và nhóm khác cũng ghi nhận tăng trưởng nhưng vẫn ở mức tỷ trọng thấp nhưng vẫn đứng thứ 2 về thị phần cho vay doanh nghiệp FDI chỉ sau Vietcombank. Quý 3/2025, Hoạt động tín dụng được đẩy mạnh trong bối cảnh nền kinh tế phục hồi.

Cho vay cá nhân theo sản phẩm



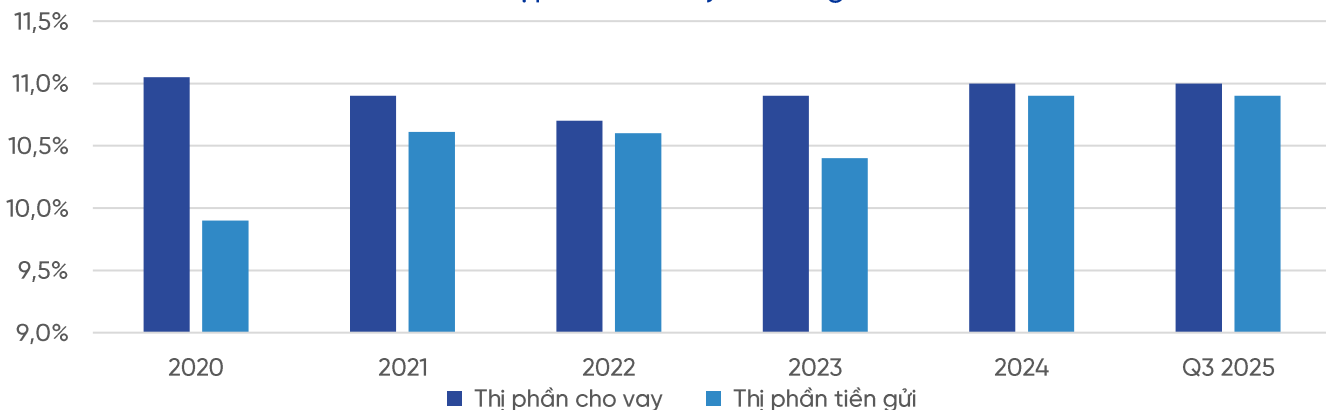
Nguồn: CTG, BMS tổng hợp

Trong giai đoạn 2020 – 2024, Nhóm KHBL đạt tốc độ tăng trưởng CAGR đạt 17%/năm. Cho thấy VietinBank định hướng dịch chuyển một phần từ tín dụng doanh nghiệp lớn sang khách hàng bán lẻ và SME để nâng cao biên lợi nhuận (NIM) và phân tán rủi ro tín dụng. Phân khúc bán lẻ thường có mức lãi suất cao hơn, phù hợp với xu thế tăng trưởng lợi nhuận bền vững.

Dư nợ cho vay phân khúc KHBL được thúc đẩy bởi việc đầu tư mạnh vào nền tảng ngân hàng số (iPay, eFAST...), Vietinbank đã mở rộng được tệp khách hàng cá nhân, tăng tốc độ giải ngân và cá nhân hóa sản phẩm, giúp thu hút thêm người dùng mới và thúc đẩy dư nợ.

Xét về thị phần, VietinBank vẫn duy trì vị trí trong nhóm đầu ngành với thị phần cho vay dao động quanh mức 11%, ổn định so với các năm trước. Ngân hàng không chỉ tăng trưởng về quy mô tuyệt đối mà còn giữ được vị thế cạnh tranh trên thị trường.

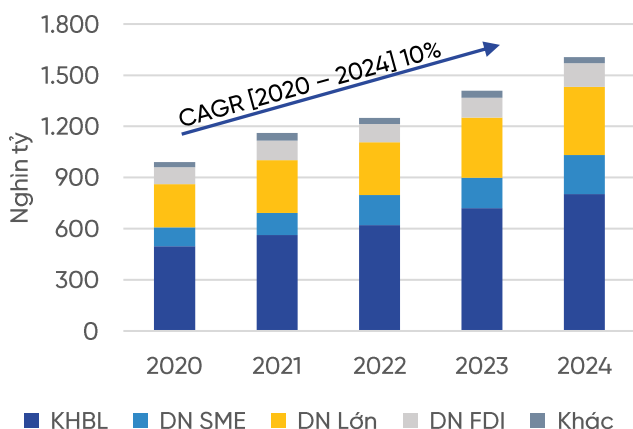
Thị phần cho vay và tiền gửi



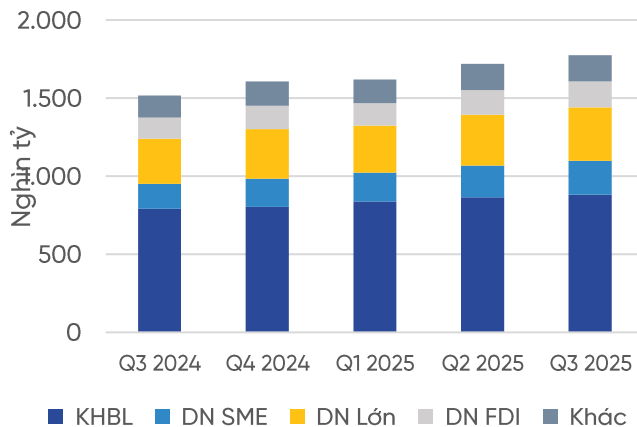
Nguồn: CTG, BMS tổng hợp

Hoạt động huy động

Tiền gửi theo phân khúc khách hàng



Tiền gửi theo phân khúc khách hàng



Nguồn: CTG, BMS tổng hợp

Hoạt động huy động vốn của VietinBank tăng trưởng tốt với tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2020 – 2024 đạt 10%, tổng tiền gửi thời điểm năm 2024 đạt 1.6016 nghìn tỷ VNĐ (+14% YoY). Trong đó, Phân khúc khách hàng DN lớn chiếm 24,9%, khách hàng cá nhân (KHBL) chiếm 50%, khẳng định vai trò quan trọng của hai nhóm này. Nhóm khách hàng DN SME và doanh nghiệp FDI cũng ghi nhận mức tăng đáng kể, lần lượt là 14,2% và 8,7%, phản ánh khả năng tiếp cận hiệu quả các phân khúc mới. Thị phần tiền gửi duy trì ổn định ở 11%, củng cố vị thế cạnh tranh của ngân hàng. Chiến lược chuyển đổi số và mở rộng dịch vụ tài chính được kỳ vọng sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng huy động vốn trong tương lai.

PHẦN III

**PHÂN TÍCH
TÀI CHÍNH**

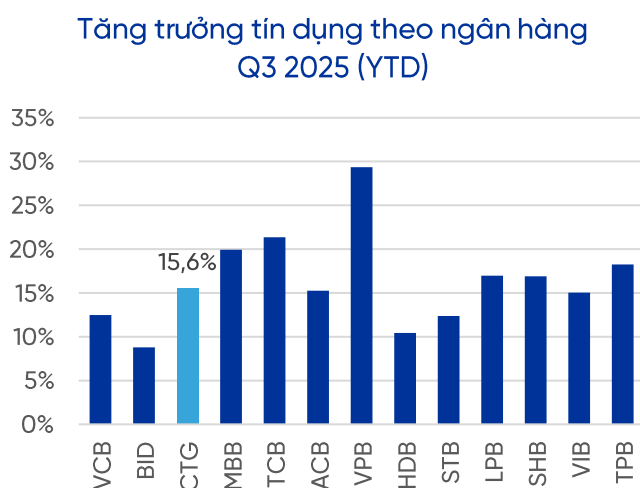
Tăng trưởng tín dụng tích cực trong quý 3

Giai đoạn 2021–2024, VietinBank ghi nhận **đà tăng trưởng tín dụng đều và tích cực**, phản ánh hiệu quả trong chiến lược mở rộng cho vay gắn với kiểm soát rủi ro. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng tín dụng của ngân hàng từ năm 2021 đến 2024 lần lượt đạt **11,36%, 12,75%, 15,57% và 16,87%**. Mức tăng này cao hơn tốc độ tăng trưởng tín dụng bình quân toàn hệ thống trong cùng kỳ.

Chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng trong giai đoạn này được thúc đẩy bởi: **(1) chuyển dịch mạnh danh mục cho vay** khách hàng bán lẻ, doanh nghiệp SME, nông nghiệp, **(2) triển khai nhiều gói tín dụng ưu đãi quy mô lớn** và **(3) liên tục mở rộng mạng lưới chi nhánh**.



Nguồn: CTG, BMS phân tích



Nguồn: FiinPro

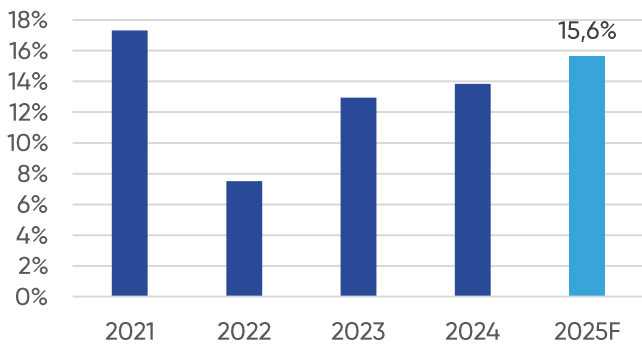
Trong quý 3 năm 2025, VietinBank (CTG) ghi nhận **tăng trưởng tín dụng đạt 15,6% (YTD)** – mức tăng cao vượt trội so với tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống là 13,4%. So với các ngân hàng quốc doanh là **VCB (12,47%)** và **BIDV (8,8%)**, VietinBank đang dẫn đầu nhóm ngân hàng quốc doanh niêm yết về tốc độ tăng trưởng tín dụng, cho thấy ngân hàng có sự chủ động và linh hoạt hơn trong triển khai tín dụng đầu năm, đặc biệt khi mặt bằng lãi suất vẫn còn thấp và nhu cầu vay vốn đang dần phục hồi.

Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng của VietinBank đạt 17% nhờ vào các yếu tố chính sau: **(1) Cấu trúc danh mục tín dụng hợp lý và đa dạng**, **(2) Đẩy mạnh tín dụng xanh**, **(3) Đẩy nhanh tốc độ giải ngân thông qua công nghệ và số hóa**, **(4) Vị thế là ngân hàng trụ cột với thị phần lớn**.

Tăng trưởng huy động tương đồng với tăng trưởng tín dụng

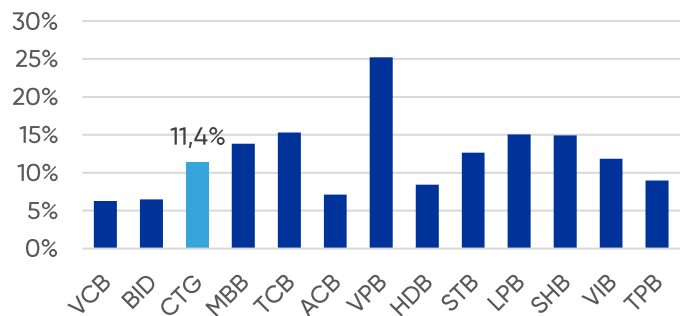
Trong quý 3 năm 2025, VietinBank ghi nhận mức tăng trưởng huy động đạt 11,36% (YTD, +3,3 đpt so với cùng kỳ) vượt trội so với cùng kỳ năm trước. Tuy chưa nằm trong nhóm dẫn đầu (chỉ tiệm cận mức tăng trưởng trung bình 12%, nhưng CTG vẫn duy trì vị thế cạnh tranh trong nhóm các ngân hàng quốc doanh (VCB đạt +6,25% YTD, BID đạt 6,50% YTD) . Xét trên quy mô vốn lớn, tỷ lệ CASA cao và tính ổn định của nguồn vốn, mức tăng trưởng 11,36% của CTG là tốt

Tăng trưởng huy động



Nguồn: CTG, BMS phân tích

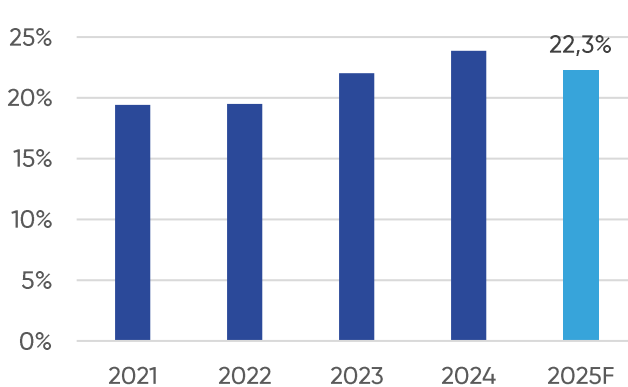
Tăng trưởng huy động theo ngân hàng Q3 2025 (YTD)



Nguồn: FiinPro

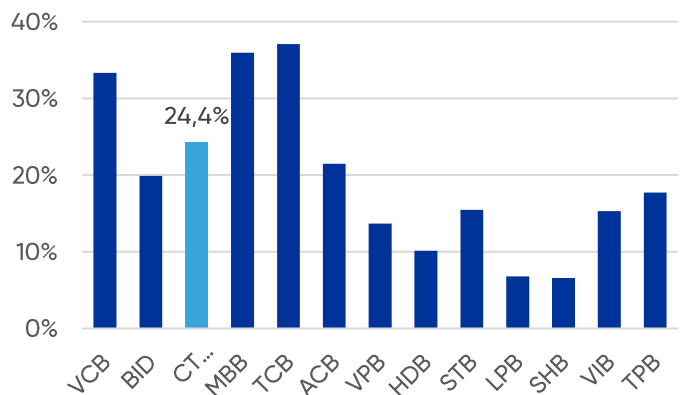
Dựa trên diễn biến quý 3, dự phóng tăng trưởng tiền gửi của VietinBank cả năm 2025 đạt 15,64% được thúc đẩy bởi: (1) Vị thế ngân hàng trụ cột với thị phần tiền gửi duy trì ở mức 11%, (2) Tăng trưởng CASA ổn định.

Chỉ số CASA



Nguồn: CTG, BMS phân tích

Chỉ số CASA của các ngân hàng Q3 2025



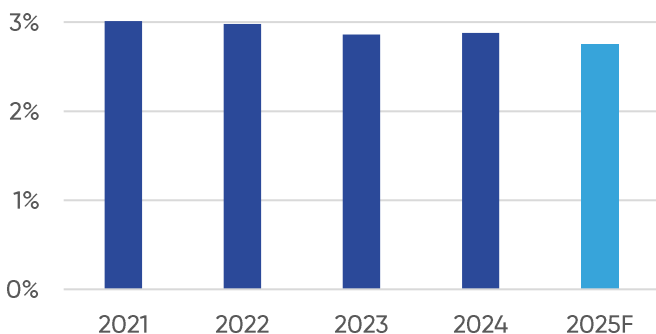
Nguồn: FiinPro

Trong quý 3/2025, tỷ lệ CASA của CTG đạt 24,36%, ghi nhận mức cao thứ hai trong nhóm các ngân hàng quốc doanh (chỉ sau VietcomBank) và cao hơn mức trung bình ngành là 21,01%. Đây là kết quả tích cực, phản ánh hiệu quả của các chiến lược số hóa dịch vụ ngân hàng và phát triển hệ sinh thái thanh toán không tiền mặt mà CTG đã triển khai trong các năm gần đây. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA của VietinBank duy trì trong nhóm dẫn đầu toàn ngành vì: (1) VietinBank đã triển khai phát triển chuyển đổi số, (2) Tăng trưởng khách hàng bán lẻ và doanh nghiệp vừa & nhỏ (SME), (3) Có mối quan hệ lâu dài với các doanh nghiệp lớn.

NIM chịu áp lực giảm tuy nhiên được bù đắp bởi tăng trưởng tín dụng tích cực

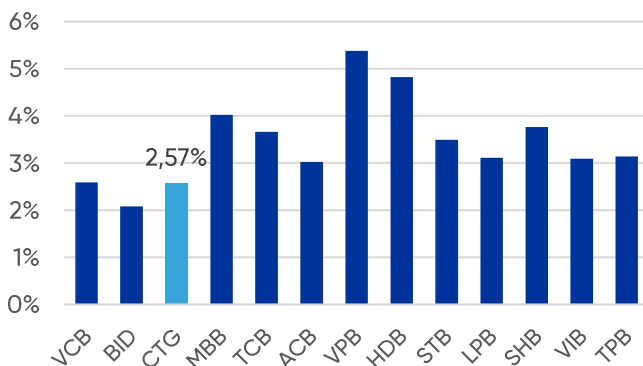
Trong quý 3/2025, NIM của VietinBank ghi nhận ở mức 2,57%, giảm nhẹ 31 đcb so với cuối năm 2024 (2,88%) do nền kinh tế đang trong trong bối cảnh mặt bằng lãi suất đang chịu nhiều sức ép từ cạnh tranh huy động và xu hướng giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

NIM



Nguồn: CTG, BMS phân tích

NIM của các ngân hàng Q3 2025



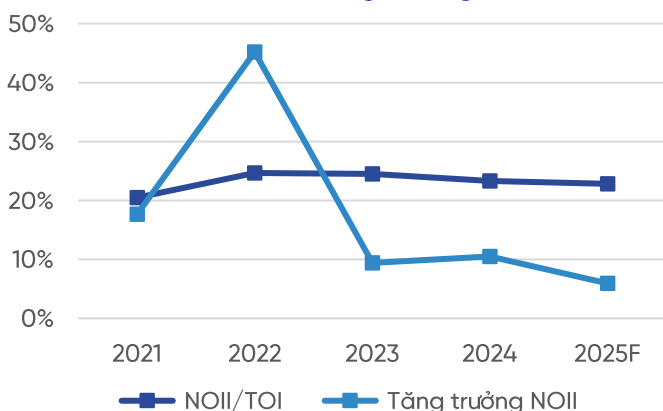
Nguồn: FiinPro

VietinBank hiện nằm trong nhóm các ngân hàng quốc doanh có NIM ở mức trung bình, cao hơn BID (2,13%) và tương đương VCB (2,68%) nhưng thấp hơn đáng kể so với nhóm ngân hàng tư nhân như VPB, HDB, MBB hay TCB (NIM dao động từ 3,7–5,5%). Dù vậy, với quy mô tài sản và danh mục khách hàng lớn, CTG sẽ giảm được áp lực giảm NIM. Chúng tôi cho rằng NIM của VietinBank trong cả năm 2025 sẽ duy trì ở mức 2,65%. VietinBank có thể giảm được áp lực lên NIM nhờ: (1) Tăng trưởng tín dụng bán lẻ và SME – phân khúc có biên lợi nhuận cao hơn, (2) Duy trì CASA ổn định, (3) Sở hữu tập khách hàng truyền thống là các doanh nghiệp nhà nước, năng lượng – hạ tầng và doanh nghiệp FDI.

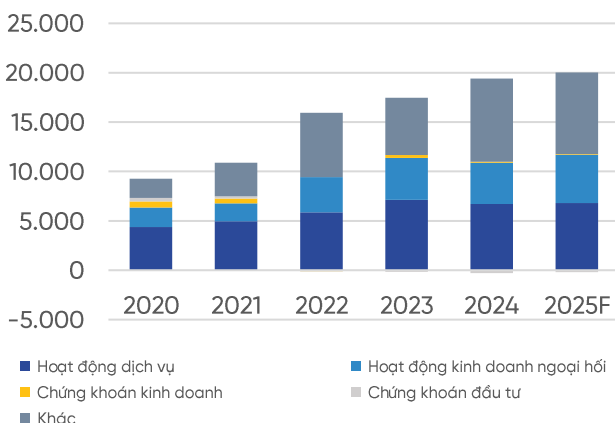
Thu nhập ngoài lãi kỳ vọng được duy trì

Trong năm 2025, thu nhập ngoài lãi (NOII) của VietinBank được dự báo tăng trưởng nhẹ ở mức 3,8% và thu nhập sẽ đóng góp 23% vào tổng thu nhập hoạt động (TOI) của ngân hàng.

NOII/TOI và tăng trưởng NOII



Cấu phần thu nhập ngoài lãi

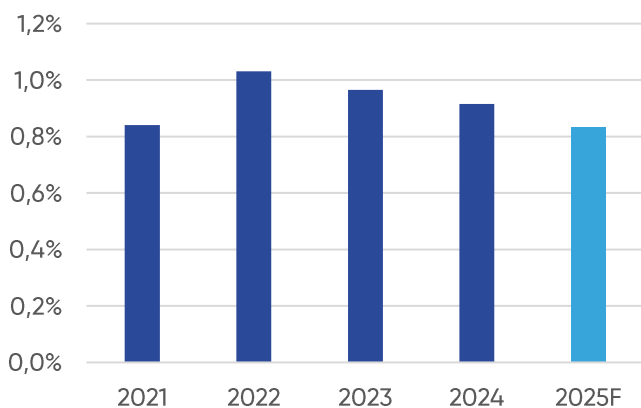


Nguồn: CTG, BMS phân tích

Mặc dù tỷ lệ NOII/TOI giảm nhẹ so với mức 23,34% ghi nhận năm 2024, đây vẫn là mức đóng góp cao, phản ánh nỗ lực duy trì sự đa dạng hóa nguồn thu trong bối cảnh biên lãi thuần (NIM) có chịu áp lực giảm. Chúng tôi cho rằng động lực chính để VietinBank duy trì thu nhập ngoài lãi gồm:

- **Hoạt động dịch vụ & bán chéo bảo hiểm (bancassurance):** Doanh thu từ hoạt động dịch vụ duy trì xu hướng tăng trưởng mạnh mẽ, đạt 6.696 tỷ đồng trong năm 2024, chiếm gần 45% tổng NOII. Trong năm 2025, với việc mở rộng tệp khách hàng bán lẻ và SME, cùng mô hình ngân hàng giao dịch đa kênh (omni-channel), thu dịch vụ dự kiến tiếp tục là trụ cột đóng góp chính cho NOII. Bên cạnh đó, hợp tác độc quyền dài hạn với Manulife trong mảng bảo hiểm nhân thọ tiếp tục mang lại nguồn thu phí ổn định cho CTG trong trung và dài hạn.
- **Hoạt động kinh doanh ngoại hối (FX)** ghi nhận doanh thu hơn 4.100 tỷ đồng năm 2024 – mức cao nhất từ trước đến nay. Trong bối cảnh tỷ giá USD/VND được dự báo tiếp tục biến động linh hoạt, CTG – với lợi thế là ngân hàng có quy mô giao dịch ngoại tệ lớn – vẫn duy trì được nguồn thu ổn định từ mảng này.

NNIM



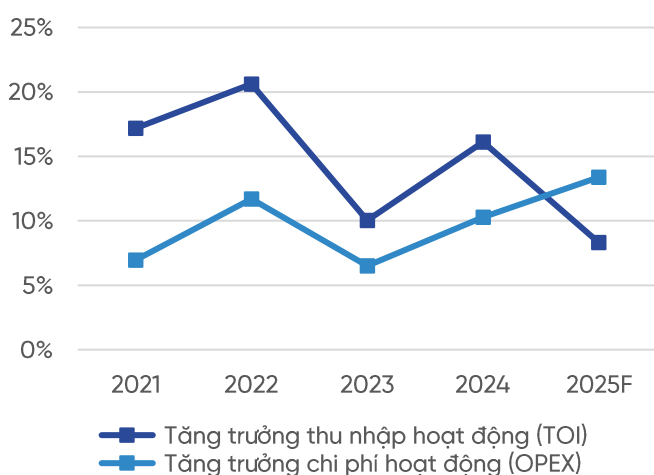
Nguồn: CTG, BMS phân tích

Biên thu nhập thuần ngoài lãi (NNIM) có xu hướng giảm dần từ năm 2023, đạt 0,92% vào năm 2024, phản ánh mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt trong lĩnh vực dịch vụ tài chính, cũng như việc thu hẹp dư địa tăng trưởng của thu nhập ngoài lãi trong ngắn hạn. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng NNIM năm 2025 đạt 0,83% giảm nhẹ so với năm 2024.

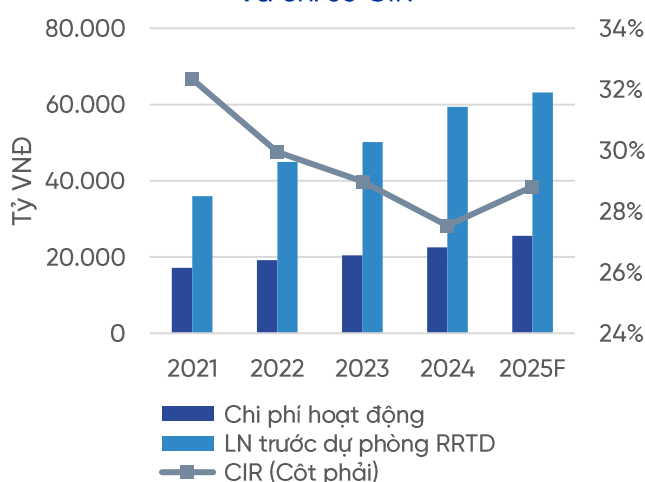
Chi phí hoạt động

Trong giai đoạn 2021–2024, tổng thu nhập hoạt động (TOI) của VietinBank ghi nhận tăng trưởng tích cực, duy trì ở mức hai chữ số trong hầu hết các năm. Tốc độ tăng trưởng TOI đạt đỉnh vào năm 2022 với 20,62% trước khi chậm lại còn 10,03% vào năm 2023 và phục hồi lên 16,10% vào năm 2024. Ngược lại, chi phí hoạt động (OPEX) có xu hướng tăng đều qua các năm, đặc biệt nổi bật trong năm 2022 (11,69%) và 2024 (10,28%) – phản ánh nỗ lực đầu tư cho chuyển đổi số, mở rộng mạng lưới và nâng cao chất lượng dịch vụ khách hàng.

Tăng trưởng TOI và OPEX



LN trước dự phòng, chi phí hoạt động và chỉ số CIR



Nguồn: CTG, BMS phân tích

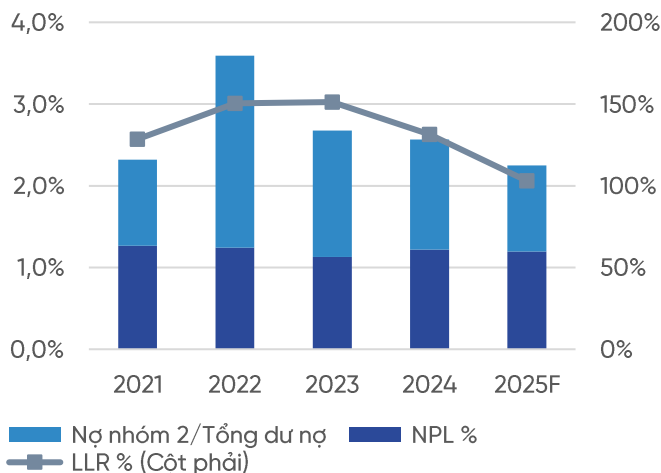
Bước sang năm 2025, chúng tôi dự báo TOI tăng 8,31% và OPEX tăng 13,38%, tốc độ tăng OPEX vượt TOI điều này có thể ảnh hưởng đến hệ số CIR (chi phí/thu nhập) và tạo áp lực lên hiệu quả hoạt động của ngân hàng. Tuy nhiên, các mức dự báo này vẫn được đánh giá là hợp lý trong bối cảnh thị trường chung có nhiều biến động. Chúng tôi cho rằng các yếu tố tác động lên tăng trưởng của chi phí hoạt động (OPEX) bao gồm: (1) **Đẩy mạnh đầu tư công nghệ và chuyển đổi số**, (2) **Mở rộng mạng lưới bán lẻ, cải thiện trải nghiệm người dùng và tăng chi phí nhân sự** gắn với hiệu suất kinh doanh, (3) **Chi phí tuân thủ và quản trị rủi ro gia tăng** trong bối cảnh khung pháp lý ngày càng siết chặt.

Chất lượng tài sản được cải thiện nhẹ trong năm 2025

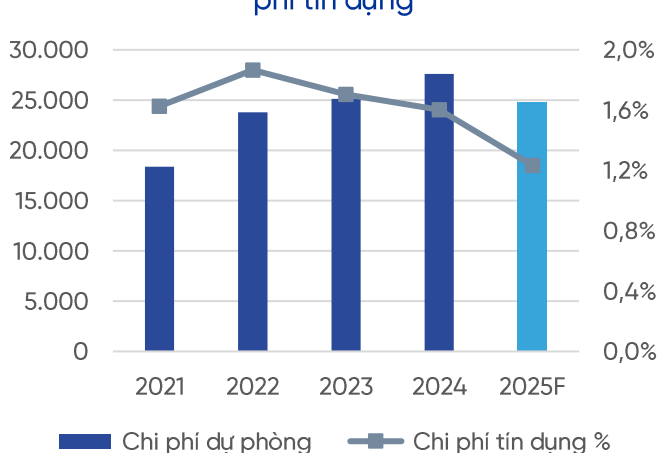
Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản của VietinBank được cải thiện nhẹ trong năm 2025, phản ánh qua các chỉ số dự phóng khả quan như: tỷ lệ nợ nhóm 2/tổng dư nợ đạt khoảng 1,05% và tỷ lệ nợ xấu (NPL) giảm nhẹ đạt 1,2%. Một số yếu tố góp phần giúp VietinBank duy trì chất lượng tài sản ổn định trong quý 3/2025 bao gồm: (1) Cơ cấu danh mục tín dụng dịch chuyển hợp lý, (2) Kinh tế vĩ mô ổn định và hồi phục tiêu dùng – sản xuất giúp khách hàng doanh nghiệp và cá nhân phục hồi dòng tiền, cải thiện khả năng trả nợ, giảm áp lực hình thành nợ xấu mới.

Với kỳ vọng chất lượng tài sản của VietinBank được cải thiện, Chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ giảm được áp lực trích lập dự phòng và cải thiện chi phí tín dụng trong năm 2025. Chi phí trích lập dự phòng trong năm 2025 dự phóng đạt 22.008 tỷ VNĐ (-20% YoY) và chi phí tín dụng đạt 1,10% (-37 đcb).

Chất lượng tài sản

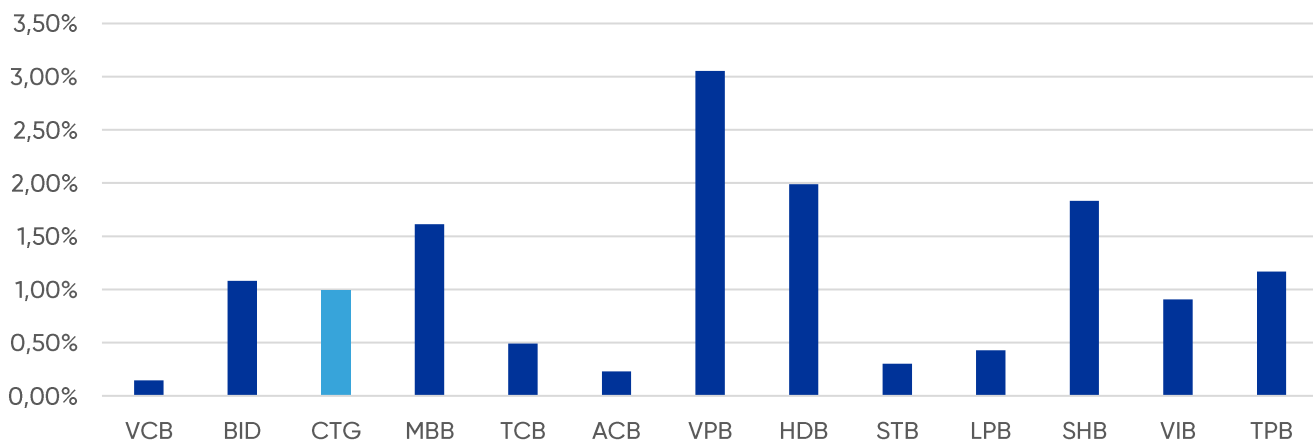


Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng và chi phí tín dụng



Nguồn: CTG, BMS phân tích

Chi phí tín dụng % của các Ngân hàng Q3 2025 TTM

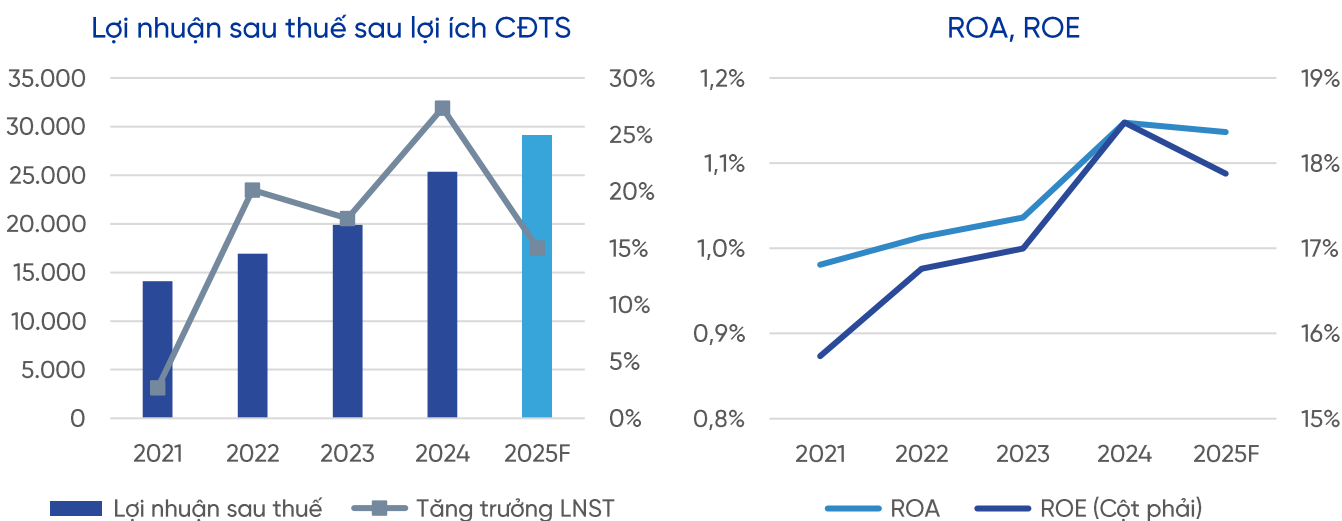


Nguồn: Fiin Pro

Lợi nhuận sau thuế tăng trưởng tích cực trong bối cảnh NIM chịu áp lực

Trong giai đoạn 2021–2024, VietinBank (CTG) duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (LNST) ấn tượng và liên tục cải thiện hiệu quả sinh lời trên tài sản và vốn chủ sở hữu, phản ánh chiến lược vận hành hiệu quả và khả năng thích ứng tốt với điều kiện thị trường biến động.

Lợi nhuận sau thuế của CTG tăng trưởng liên tục qua các năm, từ 14.089 tỷ đồng năm 2021 lên 25.348 tỷ đồng năm 2024, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép CAGR khoảng 21%. Đặc biệt, năm 2024 ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất, đạt 27,36%, nhờ đóng góp từ cả thu nhập lãi và thu nhập ngoài lãi, cùng với chi phí tín dụng giảm mạnh nhờ kiểm soát tốt chất lượng tài sản. Trong Q3 năm 2025, CTG ghi nhận LNST đạt 8.512 tỷ VNĐ (+63,9% YoY) chủ yếu do giảm chi phí trích lập dự phòng. Cho cả năm 2025, chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS của CTG đạt 31.431 tỷ VNĐ tương đương với mức tăng trưởng 24% so với năm 2024 nhờ: (1) Tăng trưởng tín dụng tích mạnh bù đắp áp lực giảm NIM, (2) Duy trì thu nhập ngoài lãi ổn định, (3) Chi phí dự phòng được kiểm soát nhờ chất lượng tài sản được cải thiện.



Nguồn: CTG, BMS phân tích

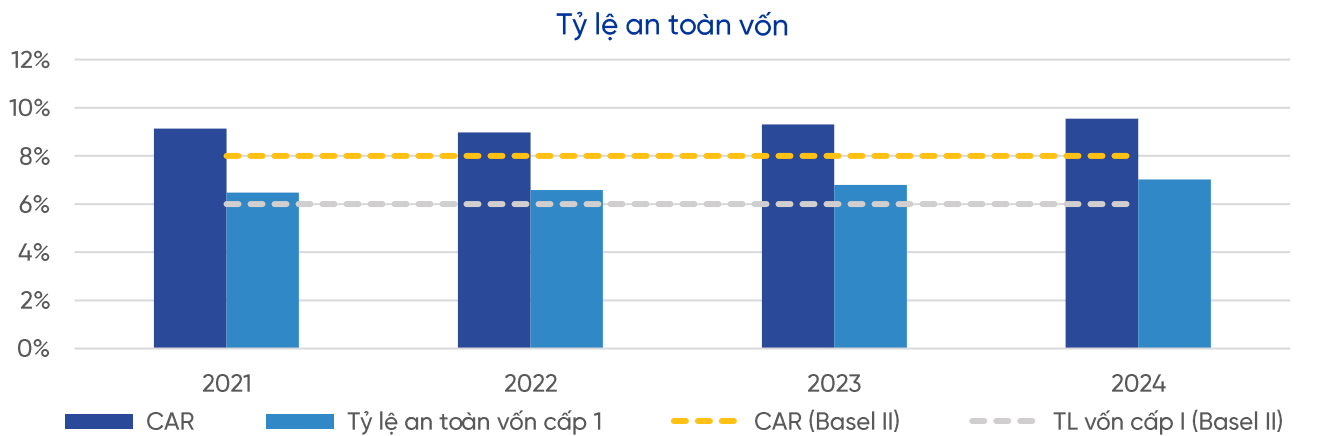
Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và trên vốn chủ sở hữu (ROE) cũng cho thấy xu hướng cải thiện rõ rệt. ROA tăng từ 0,98% (2021) lên 1,14% (2024) và ROE tăng từ 15,73% lên 18% cùng kỳ. Đây là mức cao trong nhóm các ngân hàng quốc doanh, phản ánh hiệu quả sử dụng vốn và tài sản tốt hơn qua từng năm, nhờ cải thiện biên lãi thuần, kiểm soát chi phí hiệu quả và tận dụng tốt quy mô lớn.

Phát hành cổ tức cổ phiếu tỷ lệ 44,64%

Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (VietinBank – Mã: CTG) vừa thông báo sẽ chốt danh sách cổ đông vào ngày 18/12/2025 để phát hành cổ phiếu trả cổ tức từ nguồn lợi nhuận còn lại năm 2021, 2022 và giai đoạn 2009 – 2016.

VietinBank dự kiến phát hành thêm gần 2,4 tỷ cổ phiếu để trả cổ tức cho cổ đông, tương ứng tỷ lệ 44,64%. Nguồn vốn thực hiện sẽ đến từ lợi nhuận chưa phân phối của các năm 2021, 2022 và giai đoạn 2009–2016. Thời điểm phát hành cụ thể sẽ được ngân hàng quyết định sau khi nhận được chấp thuận từ cơ quan quản lý. Sau khi hoàn tất, vốn điều lệ của VietinBank sẽ tăng lên 77.671 tỷ đồng, tức tăng thêm khoảng 24.000 tỷ đồng. Khoản vốn bổ sung này sẽ được sử dụng để tăng cường hoạt động kinh doanh, đầu tư cơ sở vật chất, hạ tầng công nghệ, mở rộng tín dụng và đầu tư. Đây cũng sẽ là đợt chia cổ tức bằng cổ phiếu lớn nhất trong lịch sử của ngân hàng, vượt qua các mức 29% năm 2021 và 11,74% năm 2023.

Tỷ lệ an toàn vốn phù hợp với thông tư của NHNN và tiêu chuẩn Basel II, tiến đến đảm bảo tỷ lệ an toàn vốn theo thông tư 14/2025 NHNN và tiêu chuẩn Basel III



Nguồn: CTG

Trong giai đoạn 2021–2024, VietinBank duy trì tỷ lệ an toàn vốn (CAR) ở mức cao hơn đáng kể so với ngưỡng tối thiểu 8% theo quy định của Thông tư 41/2016/TT-NHNN và phù hợp với khung chuẩn Basel II. Tuy nhiên, chỉ số CAR của CTG vẫn thấp hơn mức trung bình của các ngân hàng khác trên hệ thống là 12,18%. Việc VietinBank (CTG) thực hiện tăng vốn thông qua phát hành cổ phiếu trả cổ tức với tỷ lệ 44,64% là một bước đi chiến lược nhằm củng cố nền tảng vốn và tạo dư địa tăng trưởng. Thông qua việc chuyển lợi nhuận giữ lại thành vốn điều lệ, CTG cải thiện chất lượng vốn cấp 1 (Tier 1), qua đó hỗ trợ hệ số an toàn vốn (CAR) trong bối cảnh ngân hàng duy trì định hướng tăng trưởng tín dụng cao hơn một bình ngành.

PHẦN IV

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Bằng cách sử dụng 2 phương pháp định giá: (1) phương pháp thu nhập thặng dư với tỷ trọng 50% và (2) phương pháp P/B mục tiêu với tỷ trọng 50%, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu của Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (HSX:CTG) với giá mục tiêu 60.000 VNĐ/cp vào cuối năm 2025, tăng 20,16% so với giá tham chiếu ngày 08/12/2025 là 51.100 VNĐ/cp.

..	Giá trị	Tỷ Trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư (tỷ VNĐ)	326.239	50%	163.119
P/B mục tiêu (1,5x) (tỷ VNĐ)	318.229	50%	159.114
Tổng hợp định giá			322.234
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tỷ)			5.370
Giá mục tiêu (đồng)			60.200
Giá tham chiếu (17/07/2025)			50.100
Tỷ lệ tăng giá			20,16%
Lợi suất cổ tức			0,00%
Tổng mức sinh lời			17.42%
KHUYẾN NGHỊ			MUA

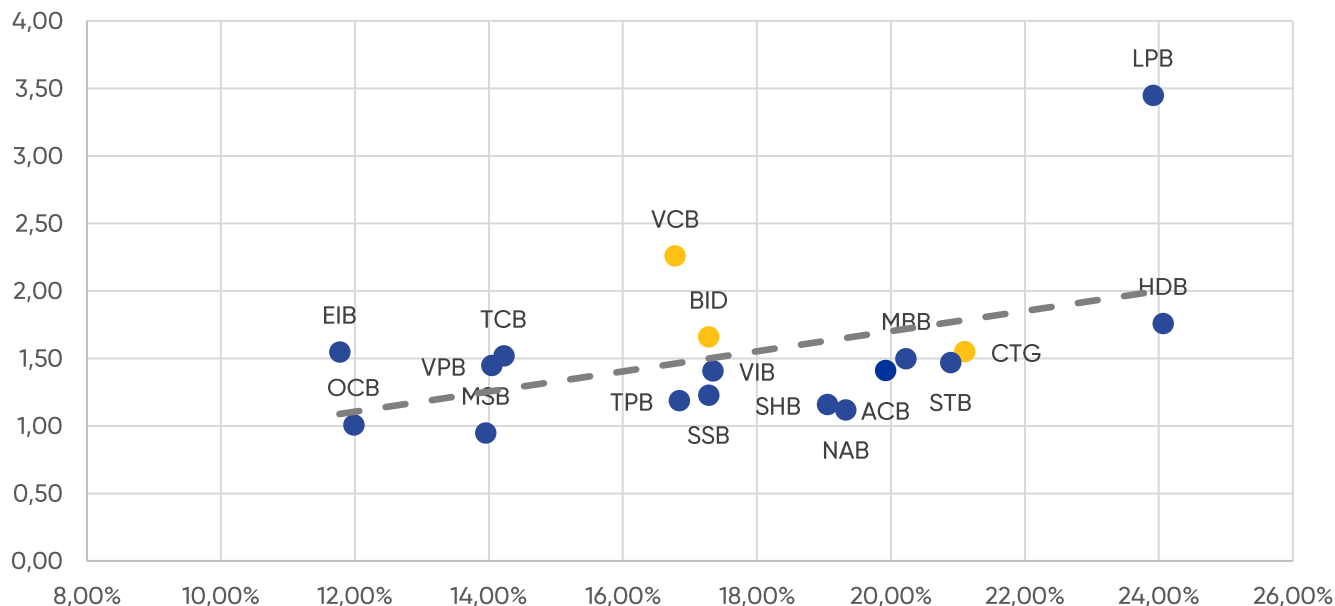
Phương pháp thu nhập thặng dư

Chi phí vốn chủ sở hữu	14,9%
Lãi suất phi rủi ro	6%
Beta	1,11
Phần bù rủi ro thị trường	8%

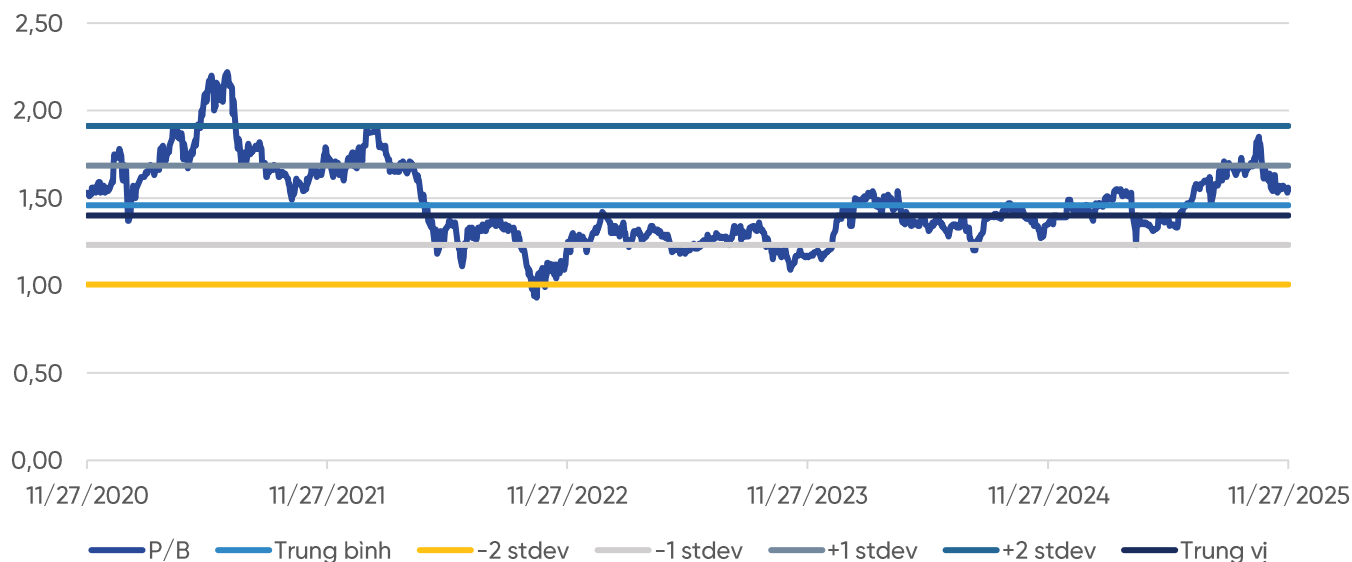
Tổng hợp phương pháp định giá thu nhập thặng dư					
Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Giá trị sổ sách đầu kì	148.505	176.794	213.129	256.424	307.668
Lợi nhuận thuần	30.706	36.335	43.295	51.244	61.564
Cổ tức tiền mặt	2.416	-	-	-	-
Giá trị sổ sách cuối kỳ	176.794	213.129	256.424	307.668	369.231
Chi phí sử dụng VCSH	22.140	26.357	31.774	38.229	45.869
Thu nhập thặng dư	8.566	9.978	11.520	13.015	15.695
Giá trị cuối cùng					184.616
Tổng giá trị hiện tại chiết khấu dòng tiền					149.445
Giá trị sổ sách năm 2025					176.794
Tổng giá trị hiện tại chiết khấu dòng tiền					326.239
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)					5.370
Giá trị hợp lý/cổ phiếu					60.752

Phương pháp P/B

P/B (trục y) vs 2025 ROE TTM Q3.2025 (trục x)



P/B 7 năm



Nguồn: Fiin Pro

Hiện cổ phiếu CTG đang được giao dịch ở mức P/B 1,55x cao hơn nhẹ mức trung bình 5 năm là 1,46x. Chúng tôi áp dụng mức P/B mục tiêu của cổ phiếu CTG đạt mức 1,8x tương đương mức giá 59.261 VNĐ/cp vì (1) Hiệu suất sinh lời (ROE) của CTG được dự phóng đạt 19,3% trong năm 2025, thuộc nhóm cao trong ngành và duy trì ổn định trong nhiều năm trở lại đây, cho thấy khả năng tạo lợi nhuận hiệu quả từ vốn chủ sở hữu, (2) Lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự kiến tăng +21% YoY, tiếp tục đà tăng trưởng ấn tượng, (3) vị thế của CTG là một trong ba ngân hàng quốc doanh có quy mô tài sản dẫn đầu ngành.

Bảng cân đối kế toán (tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Tiền mặt và vàng	9.760	11.148	14.626	15.896
Tiền gửi tại NHNN	40.597	34.432	34.483	41.050
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	279.842	378.483	384.786	476.545
Chứng khoán kinh doanh	2.488	2.799	3.023	3.766
Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	-	-	1.611	625
Cho vay khách hàng	1.445.572	1.685.291	1.977.853	2.302.047
Chứng khoán đầu tư	181.211	214.607	245.091	273.067
Góp vốn, đầu tư dài hạn	3.426	3.934	3.934	3.934
Tài sản cố định	10.126	10.002	9.846	9.652
TSCĐ hữu hình	6.133	6.149	6.112	6.063
TSCĐ thuê tài chính	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	3.992	3.853	3.733	3.589
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-
Tài sản có khác	59.593	44.693	67.716	78.093
Tổng tài sản	2.032.614	2.385.388	2.744.901	3.206.711
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	21.814	154.284	125.310	130.092
Tiền gửi và vay các TCTD khác	304.322	276.141	356.731	424.771
Tiền gửi của khách hàng	1.410.899	1.606.317	1.869.931	2.174.249
Phát hành giấy tờ có giá	115.376	151.678	159.876	191.894
Các khoản nợ khác	51.537	45.892	56.260,51	72.576,82
Tổng nợ phải trả	1.906.742	2.236.883	2.568.107	2.993.582
Vốn và các quỹ	125.011	147.534	175.823	212.158
Lợi ích của cổ đông thiểu số	861	971	971	971
Vốn chủ sở hữu	125.872	148.505	176.794	213.129

Kết quả HĐKD (tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	132.672	124.461	146.388	175.672
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(79.714)	(62.058)	(80.473)	(96.572)
Thu nhập lãi thuần	52.957	62.403	65.914	79.101
Lãi/lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	7.114	6.696	6.818	7.022
Lãi/lỗ thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	4.248	4.197	4.865	5.839
Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	293	92	91	209
Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	(154)	(288)	(184)	(277)
Lãi/lỗ thuần từ hoạt động khác	5.803	8.419	8.255	9.447
Thu nhập từ góp vốn mua cổ phần	287	391	397	358
Tổng thu nhập hoạt động	70.548	81.909	86.158	101.698
Tổng chi phí hoạt động	(20.443)	(22.546)	(24.825)	(28.648)
LN thuần từ HĐKD trước chi phí dự phòng RRTD	50.105	59.363	61.333	73.050
Chi phí dự phòng RRTD	(25.115)	(27.599)	(22.008)	(26.417)
Tổng LN trước thuế	24.990	31.764	39.325	46.632
Chi phí thuế TNDN hiện hành	(4.945)	(6.286)	(7.761)	(9.203)
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	(0)	5	2	2
Chi phí thuế TNDN	(4.945)	(6.281)	(7.759)	(9.201)
Lợi nhuận sau thuế	20.045	25.483	31.566	37.431
Lợi ích của cổ đông không kiểm soát	(141)	(134)	(134)	(134)
LNST cổ đông của Ngân hàng	19.904	25.348	31.431	37.297
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	3.200	4.720	5.853	6.945



MIỄN TRÁCH

Các thông tin và dự báo trong báo cáo này được dựa trên các nguồn thông tin mà BMSC cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và hoàn chỉnh của các thông tin này. Toàn bộ quan điểm và nhận định trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích dựa trên cơ sở phân tích chi tiết, cẩn thận hợp lý, và phù hợp với thời điểm đưa ra báo cáo này. Các quan điểm này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được đưa ra không nhằm mục đích khuyến nghị hay quảng cáo việc mua/bán bất cứ cổ phiếu nào. BMSC không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng các thông tin, phân tích, hay khuyến nghị nào từ báo cáo này. Bản quyền báo cáo này thuộc về BMSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của BMSC đều không được phép.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Minh

Lầu 3, Tòa nhà Pax Sky, 34A Phạm Ngọc Thạch, P. Xuân Hòa, TP. HCM

ĐT: +84 28 7306 8686 – Fax: +84 28 3824 7436

Website: <https://www.bmsc.com.vn>

Email: info@bmsc.com.vn