

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

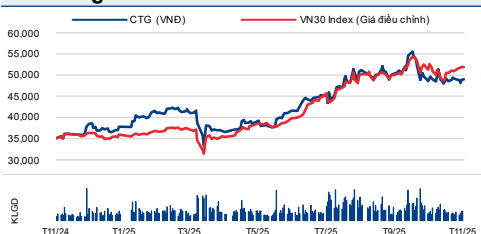
Giá mục tiêu: VNĐ62,800 (từ VNĐ60,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 28.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/11/2025)	49,000
Mã Bloomberg	CTG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	33,530-55,552
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	48,740
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	263,130
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	9,983
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)	199
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	26.3%
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	0	(4.27)	39.5
So với chỉ số	1.32	(7.39)	(5.61)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,434	5,388	0.8
2026F	6,436	6,588	(2.3)
2027F	7,464	7,578	(1.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Vietinbank là ngân hàng vốn nhà nước lớn thứ hai tại Việt Nam với danh mục cho vay cân bằng giữa các phân khúc khách hàng.

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
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

Vững vàng triển vọng khả quan; nâng khuyến nghị lên Mua vào trên cơ sở định giá

- HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào từ CTG và tăng 4,7% giá mục tiêu lên 62.800đ chủ yếu sau khi chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang cuối năm 2026.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 do tác động tiêu cực từ việc hạ giả định tỷ lệ NIM và thu nhập phí được bù đắp bởi tác động tích cực từ việc hạ dự báo chi phí hoạt động và chi phí tín dụng. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 26,5% trong năm 2025, sau đó tăng trưởng chậm lại ở mức bình quân 16,2% trong hai năm 2026-2027 nhờ doanh thu thuần tăng trưởng ổn định và chất lượng tài sản cải thiện.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% từ đỉnh và đi ngang trong 1 tháng qua và P/B trượt dự phóng 1 năm hiện ở mức 1,31 lần, so với BID ở mức 1,3 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá 28% và P/B dự phóng năm 2026.

Sự kiện: Phân tích triển vọng

LNTT Q3/2025 tăng mạnh 62% so với cùng kỳ nhờ chi phí dự phòng giảm 37% so với cùng kỳ, trong khi doanh thu tăng trưởng yếu (chỉ tăng 2,7% so với cùng kỳ). Tăng trưởng tín dụng vượt trội so với ngành, đạt 15,6% so với đầu năm. Tỷ lệ NIM phục hồi nhẹ so với quý trước lên 2,61% nhờ chi phí huy động giảm và lợi suất cho vay cải thiện. Chất lượng tài sản cải thiện với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 1,1% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR tăng lên 177%, đồng thời chi phí dự phòng giảm 37% so với cùng kỳ. Nhìn chung, doanh thu thấp hơn một chút so với kỳ vọng trong khi LNTT sát với dự báo nhờ chi phí dự phòng thấp hơn giả định của chúng tôi.

Trong cuộc họp báo KQKD gần đây, BLĐ đã chia sẻ kỳ vọng tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trong khi tỷ lệ NIM dự báo đi ngang trong năm 2026.

Tác động: Điều chỉnh trái chiều nhưng gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

HSC nhìn chung giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2025-2027 do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận cốt lõi (do hạ dự báo tỷ lệ NIM và thu nhập phí) lớn hơn tác động tích cực từ việc hạ dự báo chi phí hoạt động và chi phí dự phòng. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng mạnh mẽ 26,5% trong năm 2025, sau đó tăng trưởng chậm lại đạt bình quân 16,2% trong năm 2026-2027 - sát với dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,31 lần, tương đương so với bình quân nhóm NHTM tư nhân và thấp hơn một chút so với BID (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 41.900đ) là 1,36 lần. Chúng tôi tăng 4,7% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 62.800đ sau khi chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang cuối năm 2026. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 28% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,64 lần. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng).

Lợi nhuận thuần được kỳ vọng sẽ đạt tăng trưởng kép 3 năm (2024-27) ở mức 19,5%, cao hơn so với 11,7% của BID và 13,9% của VCB (Mua vào, giá mục tiêu 72.900đ). Do đó, CTG có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ hơn và tiếp tục là lựa chọn cổ phiếu 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 1/12.

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	65.8	75.7 ▼	87.8 ▼
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	70.5	81.9	87.3	98.4	111 ▼
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	19.9	25.3	32.1	37.5	43.2
EPS (đồng)	3,706	4,720	5,972	6,985	8,051
DPS (đồng)	0	0	450	500	500
BVPS (đồng)	23,279	27,474	32,352	38,291	45,287
P/E (lần)	13.2	10.4	8.20	7.02	6.09
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0.92	1.02	1.02
P/B (lần)	2.10	1.78	1.51	1.28	1.08
Tăng trưởng EPS (%)	17.6	27.4	26.5	17.0	15.3
ROAE (%)	17.1	18.6	20.0	19.8	19.3

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

Doanh thu thuần tăng trưởng ổn định & chất lượng tài sản cải thiện; nâng khuyến nghị lên Mua vào

Sau khi phân tích KQKD Q3/2025 của CTG, cũng như xu hướng và triển vọng ngành, chúng tôi chỉ điều chỉnh nhẹ dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 do tác động tiêu cực từ việc hạ giả định tỷ lệ NIM và thu nhập phí được bù đắp nhờ tác động tích cực từ việc hạ dự báo chi phí hoạt động và chi phí tín dụng. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh mẽ 26,5% trong năm 2025 sau đó tăng trưởng chậm lại bình quân 16,2% trong năm 2026-2027 nhờ doanh thu ổn định và chất lượng tài sản cải thiện. Chúng tôi tăng 4,7% giá mục tiêu sau khi chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang cuối năm 2026. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 28% (và P/B dự phóng năm 2026 là 1,64 lần), chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào.

Nhìn lại Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025

LNTT Q3/2025 tăng mạnh 62% so với cùng kỳ nhờ chi phí dự phòng giảm 37% so với cùng kỳ trong khi doanh thu vẫn tăng trưởng yếu (chỉ tăng 2,7% so với cùng kỳ) do tỷ lệ NIM và thu nhập ngoài lãi (giảm 16% so với cùng kỳ) kém tích cực. Nhìn chung, doanh thu thấp hơn một chút so với dự báo trong khi LNTT sát với kỳ vọng nhờ chi phí dự phòng thấp hơn giả định của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng các xu hướng hoạt động chính - bao gồm tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ, tỷ lệ NIM yếu, chất lượng tài sản cải thiện & ổn định cùng với việc kiểm soát chi phí hoạt động chặt chẽ - sẽ được giữ vững trong năm 2026.

Tín dụng & huy động: Tăng trưởng mạnh mẽ, thanh khoản thắt chặt

Tổng dư nợ tín dụng tăng 15,6% so với đầu năm, được dẫn dắt bởi phân khúc bán lẻ (tăng 16% so với đầu năm), tiếp theo là DNNVV (tăng 14% kể từ đầu năm) và khách hàng doanh nghiệp lớn (tăng 13% kể từ đầu năm). Phân khúc FDI, mặc dù tăng 21% kể từ đầu năm, chỉ đóng góp khoảng 6% tổng dư nợ tín dụng. So với quý trước, phân khúc bán lẻ và DNNVV tăng tốc, trong khi tín dụng khách hàng doanh nghiệp chậm lại. Hạn mức tăng trưởng tín dụng của CTG trong năm 2025 ở mức 17%, BLĐ do đó sẽ tập trung tối ưu hóa thay vì đẩy mạnh tăng trưởng cho vay trong Q4/2025.

Tổng huy động thị trường 1 (tiền gửi khách hàng & giấy tờ có giá) tăng 11,4% kể từ đầu năm và tăng 0,5% so với quý trước, nâng hệ số LDR điều chỉnh (tổng dư nợ tín dụng/tổng huy động) lên 102% từ 98% trong 4 quý gần đây. Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn cải thiện nhẹ và ổn định so với quý trước lên 25,1%, tăng đáng kể 2 điểm phần trăm so với cùng kỳ.

Tiền gửi KBNN tăng 28 nghìn tỷ đồng so với quý trước và tăng 7 nghìn tỷ đồng kể từ đầu năm, chiếm khoảng 6% tổng nợ phải trả chịu lãi (tăng từ 5% trong Q2/2025 nhưng giảm từ 6,6% tại thời điểm cuối năm 2024). Điều này phản ánh nỗ lực của Chính phủ nhằm duy trì mặt bằng lãi suất ở mức thấp.

Tỷ lệ NIM tăng so với quý trước nhờ chi phí huy động giảm xuống

Tỷ lệ NIM đã phục hồi 7 điểm cơ bản so với quý trước lên 2,61% song vẫn giảm 30 điểm cơ bản so với Q4/2024. Phần lớn mức sụt giảm so với Q4/2024 này diễn ra trong Q1/2025, sau đó NIM được duy trì tương đối ổn định.

Đáng chú ý, chi phí huy động giảm 5 điểm cơ bản so với quý trước nhờ chi phí tiền gửi giảm 6 điểm cơ bản, lợi suất gộp cải thiện trong quý thứ 2 liên tiếp - tăng 3 điểm cơ bản so với quý trước (sau khi tăng 10 điểm cơ bản trong Q2/2025).

Thu nhập ngoài lãi nhìn chung kém tích cực, giảm 16% so với cùng kỳ

Thu nhập ngoài lãi giảm nhẹ ở tất cả các mảng kinh doanh trong Q3/2025: Lãi thuần HĐ dịch vụ giảm 12% so với cùng kỳ, lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối giảm 10% và thu nhập khác giảm 29%. Lãi hoạt động kinh doanh nguồn vốn đạt 230 tỷ đồng trong Q3/2025, sau khi lỗ 185 tỷ đồng trong Q3/2024, tuy nhiên giá trị đóng góp không đáng kể.

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2025, thu nhập ngoài lãi tăng 5,8% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ thu nhập khác tăng mạnh (tăng 20% so với cùng kỳ, chủ yếu đến từ thu nhập từ

thu hồi nợ xấu), trong khi lãi thuần HĐ dịch vụ và lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối giảm nhẹ.

Chất lượng tài sản cải thiện rõ rệt

Chất lượng tài sản cải thiện đáng kể so với quý trước với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 1,1% từ 1,3% trong Q2/2025 và 1,25% trong Q4/2024. Tỷ lệ nợ nhóm 2 vẫn ổn định so với quý trước ở mức 1,08% trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR tăng lên 177% từ 135% trong Q2/2025.

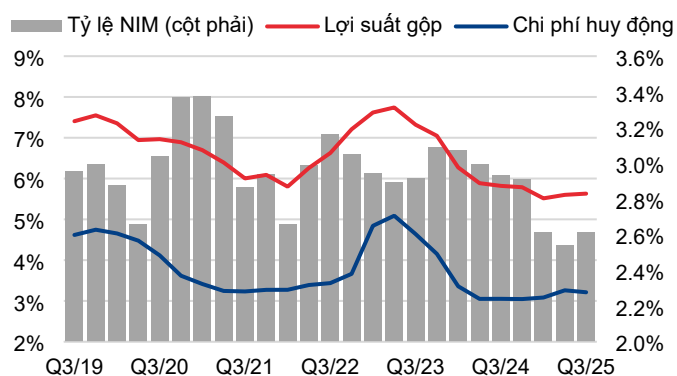
Theo phân khúc, nợ xấu khách hàng doanh nghiệp ở mức 1,15%, cao hơn một chút so với nợ xấu phân khúc bán lẻ là 1%. Theo ngành nghề, những lĩnh vực có tỷ lệ nợ xấu cao hơn gồm vận tải BOT (khách hàng doanh nghiệp lớn), vật liệu xây dựng, nông sản, BĐS, dầu khí (DNNVV) và sản xuất đồ gia dụng (doanh nghiệp FDI).

Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt

Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt, giảm 1,2% so với cùng kỳ trong Q3/2025, trong khi tổng thu nhập hoạt động tăng 2,7% so với cùng kỳ. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, chi phí hoạt động tăng 8,8% so với cùng kỳ và hệ số CIR duy trì ổn định ở mức khoảng 27-28%, tương đương bình quân năm 2024.

Biểu đồ 1: Biến động tỷ lệ NIM, CTG

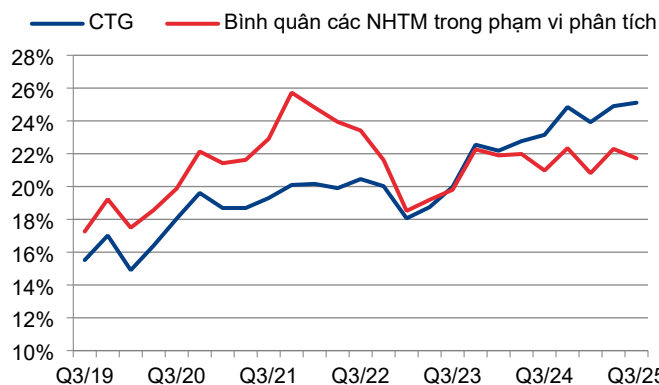
Tỷ lệ NIM Q3 tăng nhẹ so với quý trước nhưng đang dần ổn định



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 2: So sánh tỷ lệ CASA, CTG & các NHTM khác

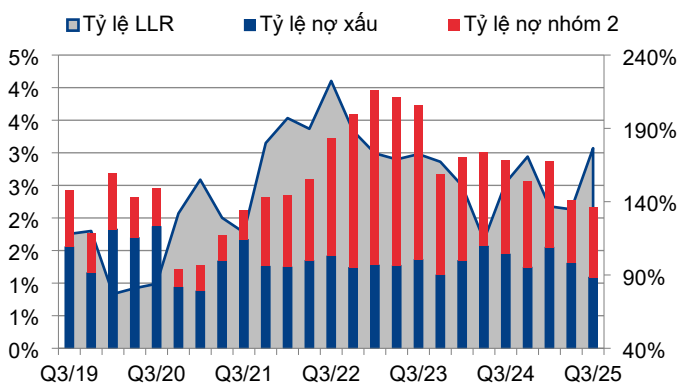
Tỷ lệ CASA duy trì xu hướng tăng



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 3: Tỷ lệ nợ xấu & tỷ lệ LLR, CTG

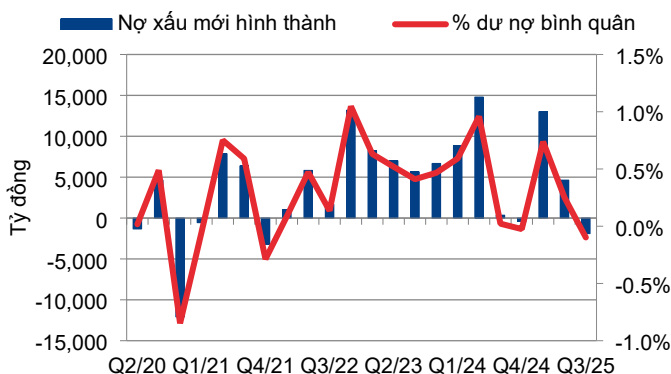
Tỷ lệ nợ xấu & tỷ lệ nợ nhóm 2 đều giảm so với quý trước



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 4: Nợ xấu mới hình thành, CTG

Nợ xấu mới hình thành giảm đáng kể so với cùng kỳ & so với quý trước



Nguồn: CTG, HSC

Triển vọng giai đoạn 2025-2027 và điều chỉnh dự báo

Sau khi phân tích KQKD Q3/2025 của CTG và cập nhật diễn biến ngành, chúng tôi điều chỉnh các giả định chính như sau:

- Tỷ lệ NIM giảm khoảng 20 điểm cơ bản trong năm 2026-2027

- **Lãi thuần HĐ dịch vụ:** Giảm bình quân khoảng 10% dự báo
- **Chi phí hoạt động:** Giảm bình quân khoảng 8% dự báo
- **Chi phí dự phòng:** Giảm bình quân khoảng 11,5% dự báo

Nhìn chung, chi phí hoạt động và chi phí dự phòng giảm nhìn chung đã bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc hạ giả định tỷ lệ NIM. Do đó, theo dự báo mới của chúng tôi, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 26,5%, 17% và 15,3% trong giai đoạn 2025-2027 – nhìn chung giữ nguyên so với dự báo trước đó của chúng tôi.

Bảng 5: Các giả định quan trọng, CTG

Các điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tỷ lệ NIM, giảm các giả định nợ xấu mới hình thành, chi phí tín dụng & hệ số CIR

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
Tăng trưởng cho vay	16.9%	17.0%	16.0%	16.0%	17.0%	16.0%	16.0%
Tăng trưởng tiền gửi	13.8%	14.0%	15.0%	15.0%	14.0%	15.0%	15.0%
Tỷ lệ NIM	2.93%	2.69%	2.86%	2.95%	2.65%	2.67%	2.73%
Tỷ lệ nợ xấu	1.25%	1.20%	1.20%	1.20%	1.10%	1.10%	1.10%
Chi phí tín dụng	1.73%	1.35%	1.34%	1.34%	1.23%	1.17%	1.16%
Nợ xấu mới hình thành	1.37%	1.13%	1.27%	1.19%	1.03%	1.03%	1.00%
Tỷ lệ LLR	170.7%	172.8%	161.2%	158.2%	178.0%	172.5%	169.4%
Hệ số CIR	27.5%	27.7%	27.1%	26.5%	27.6%	26.3%	25.0%

Nguồn: HSC

Bảng 6: Dự báo lợi nhuận, CTG

Theo dự báo mới điều chỉnh, lợi nhuận thuần được kỳ vọng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 19,5%

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
Thu nhập lãi thuần	62,403	66,870	81,018	94,909	65,824	75,698	87,816
Tăng trưởng	17.8%	7.2%	21.2%	17.1%	5.5%	15.0%	16.0%
Điều chỉnh					-1.6%	-6.6%	-7.5%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6,696	7,167	7,791	8,469	6,398	7,015	7,716
Tăng trưởng	-5.9%	7.0%	8.7%	8.7%	-4.5%	9.6%	10.0%
Điều chỉnh					-10.7%	-10.0%	-8.9%
Thu nhập ngoài lãi khác	12,810	16,662	15,205	16,214	15,037	15,665	15,670
Tăng trưởng	22.3%	30.1%	-8.7%	6.6%	17.4%	4.2%	0.0%
Điều chỉnh					-9.8%	3.0%	-3.4%
Tổng thu nhập HĐ	81,909	90,698	104,013	119,592	87,259	98,377	111,202
Tăng trưởng	16.1%	10.7%	14.7%	15.0%	6.5%	12.7%	13.0%
Điều chỉnh					-3.8%	-5.4%	-7.0%
Chi phí HĐ	(22,546)	(25,158)	(28,228)	(31,683)	(24,073)	(25,837)	(27,746)
Tăng trưởng	10.3%	11.6%	12.2%	12.2%	6.8%	7.3%	7.4%
Điều chỉnh					-4.3%	-8.5%	-12.4%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	59,363	65,541	75,785	87,910	63,185	72,541	83,455
Tăng trưởng	18.5%	10.4%	15.6%	16.0%	6.4%	14.8%	15.0%
Điều chỉnh					-3.6%	-4.3%	-5.1%
Chi phí dự phòng	(27,599)	(25,256)	(29,138)	(33,909)	(22,920)	(25,471)	(29,220)
Tăng trưởng	9.9%	-8.5%	15.4%	16.4%	-17.0%	11.1%	14.7%
Điều chỉnh					-9.2%	-12.6%	-13.8%
LNTT	31,764	40,285	46,647	54,001	40,265	47,069	54,235
Tăng trưởng	27.1%	26.8%	15.8%	15.8%	26.8%	16.9%	15.2%
Điều chỉnh					0.0%	0.9%	0.4%
Lợi nhuận thuần	25,348	32,087	37,169	43,045	32,071	37,507	43,233
Tăng trưởng	27.4%	26.6%	15.8%	15.8%	26.5%	17.0%	15.3%
Điều chỉnh					0.0%	0.9%	0.4%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị cho CTG từ Tăng tỷ trọng lên Mua vào và tăng 4,7% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 62.800đ, tương đương tiềm năng tăng giá 28% sau khi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026. CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,31 lần, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân và thấp hơn một chút so với ngân hàng tương đồng nhất BID ở mức 1,36 lần. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 là 1,64 lần, cao hơn một chút so với BID, nhờ triển vọng cải thiện và tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ hơn.

Tăng 4,7% giá mục tiêu

HSC tăng 4,7% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 62.800đ. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 28% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,64 lần, từ đó chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào. Lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 19,5% trong 3 năm tới (giai đoạn 2024-2027), cao hơn so với 11,7% của BID và 13,9% của VCB. Theo đó, CTG có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ hơn và vẫn là lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi trong số các NHTM có vốn nhà nước.

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu dựa trên:

- Tăng nhẹ dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027.
- Chuyển thời điểm định giá sang cuối 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: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, CTG

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	29,179	34,560	40,079	43,774	50,219	56,700	61,589	67,349	76,535	86,500	89,960
- Chi phí vốn CSH	20,295	23,898	28,286	33,454	39,476	44,684	50,457	57,149	63,950	71,153	73,999
Thu nhập thặng dư	8,884	10,662	11,793	10,320	10,743	12,016	11,132	10,200	12,585	15,347	15,961
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư										182,407	
Giá trị vốn CSH tích lũy	1.00	1.14	1.29	1.47	1.67	1.90	2.16	2.44			
Giá trị hiện tại	8,884	9,372	9,113	7,011	6,416	6,319	5,165	4,182			
Vốn CSH đầu tư	173,728	205,624									
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	124,696	131,744									
Giá trị vốn CSH	298,424	337,368									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	5,370	5,370									
Giá trị của cổ phiếu (đồng)	55,600	62,800									

Nguồn: HSC

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

Lãi suất phi rủi ro		Phần bù rủi ro vốn CSH				
		7.75%	8.25%	8.75%	9.25%	9.50%
	3.0%	90,700	82,100	74,700	68,200	65,200
	3.5%	82,300	74,900	68,400	62,700	60,000
	4.0%	75,100	68,600	62,800	57,800	55,400
	4.5%	68,700	63,000	57,900	53,400	51,300
	5.0%	63,200	58,100	53,500	49,500	47,600

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% từ đỉnh, chúng tôi cho rằng chủ yếu do hoạt động chốt lời, và đi ngang trong 1 tháng qua, CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,31 lần, so với ngân hàng tương đồng nhất BID ở mức 1,36 lần.

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

CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,31 lần...



Nguồn: HSC

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

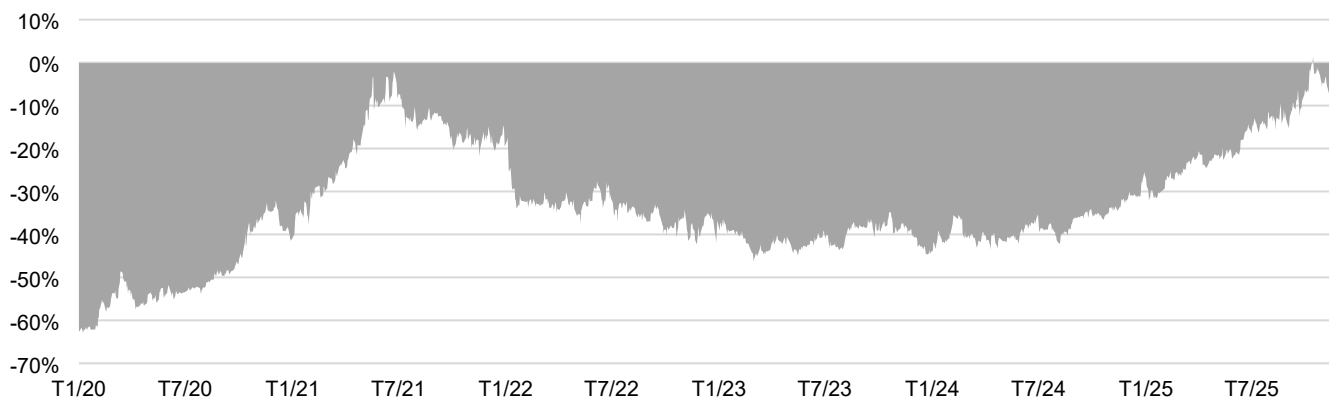
...cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1,19 lần



Nguồn: HSC

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

Chênh lệch định giá của CTG so với BID đã giảm từ gần 40% xuống khoảng 5%



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	189
Chi phí lãi	(79.7)	(62.1)	(74.5)	(90.5)	(101)
Thu nhập lãi thuần	53.0	62.4	65.8	75.7	87.8
Lãi thuần HĐ dịch vụ	7.11	6.70	6.40	7.01	7.72
Lãi thuần HĐ KDNH	4.25	4.20	3.78	3.97	4.16
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.14	(0.20)	1.00	0.30	0.30
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.29	0.39	0.41	0.43	0.45
Thu nhập khác	5.80	8.42	9.85	11.0	10.8
Tổng thu nhập HĐ	70.5	81.9	87.3	98.4	111
Chi phí HĐ	(20.4)	(22.5)	(24.1)	(25.8)	(27.7)
LN trước dự phòng	50.1	59.4	63.2	72.5	83.5
Chi phí dự phòng	(25.1)	(27.6)	(22.9)	(25.5)	(29.2)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	25.0	31.8	40.3	47.1	54.2
Chi phí thuế TNDN	(4.94)	(6.28)	(8.05)	(9.41)	(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	32.1	37.5	43.2
EPS (đồng)	3,706	4,720	5,972	6,985	8,051
DPS (đồng)	0	0	450	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	5,370	5,370	5,370	5,370	5,370
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	5,370	5,370	5,370	5,370	5,370
Slg 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	16.9	22.0	24.7
Tiền gửi tại NHNN	40.6	34.4	36.6	42.1	48.4
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	1,975	2,293	2,660
Tổng dư nợ cho vay	1,473	1,722	2,015	2,337	2,711
Dự phòng rủi ro	(27.8)	(36.7)	(39.4)	(44.3)	(50.5)
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	46.5	47.4
Tổng tài sản	2,033	2,385	2,731	3,091	3,504
Nợ phải trả	1,907	2,237	2,556	2,884	3,259
Tiền gửi của NHNN	21.8	154	162	113	68.0
Tiền gửi của các TCTD khác	304	276	298	331	361
Tổng tiền gửi KH	1,411	1,606	1,831	2,106	2,422
Trái phiếu và CCTG	115	152	212	276	345
Nợ khác	53.8	48.1	52.7	57.7	63.3
Vốn chủ sở hữu	125	148	174	206	243
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	78.4	102	131
Quỹ & vốn khác của CSH	20.0	26.5	32.7	40.6	49.7
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	2,731	3,091	3,504
BVPS (đồng)	23,279	27,474	32,352	38,291	45,287

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	14.5	13.2	13.3
Tăng trưởng cho vay KH (%)	15.6	16.9	17.0	16.0	16.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	12.9	13.9	14.0	15.0	15.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	13.9	15.2	16.2	16.6	16.2
Tăng trưởng VCSH (%)	16.2	18.0	17.8	18.4	18.3
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	10.8	17.8	5.48	15.0	16.0
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	6.51	10.3	6.78	7.32	7.39
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	11.5	18.5	6.44	14.8	15.0
Tăng trưởng LNTT (%)	18.3	27.1	26.8	16.9	15.2
Tăng trưởng LN thuần (%)	17.6	27.4	26.5	17.0	15.3

Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	3.67	3.71	3.41	3.38	3.37
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.06)	(1.02)	(0.94)	(0.89)	(0.84)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	94.7	96.3	97.2	97.3	97.5
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.86	3.31	3.49	3.90	4.36
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	17.8	22.7	28.7	33.6	38.7

Chỉ số định giá					
P/E (lần)	13.2	10.4	8.20	7.02	6.09
P/B (lần)	2.10	1.78	1.51	1.28	1.08
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0.92	1.02	1.02

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	36.8	38.1	38.9
ROAA (%)	1.04	1.15	1.25	1.29	1.31
ROAE (%)	17.1	18.6	20.0	19.8	19.3
Chi phí huy động BQ (%)	4.55	3.07	3.18	3.39	3.35
Lợi suất góp BQ (%)	7.30	5.85	5.64	5.86	5.87
Lợi suất thuần (%)	2.75	2.78	2.47	2.47	2.52
Tỷ lệ NIM (%)	2.91	2.93	2.65	2.67	2.73
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	10.1	8.17	7.33	7.13	6.94
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	75.1	76.2	75.4	76.9	79.0
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	14.9	15.6	17.2	15.9	14.1
Tỷ lệ CIR (%)	29.0	27.5	27.6	26.3	25.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	7.53	7.16	6.21

Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	9.31	9.54	10.1	10.4	10.8
VCSH/Tổng TS (%)	6.15	6.18	6.36	6.65	6.94
Đòn bẩy vốn (lần)	16.3	16.2	15.7	15.0	14.4

Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.13	1.25	1.10	1.10	1.10
Hệ số LLR (%)	167	171	178	172	169

Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	104	107	110	111	112
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	16.6	13.6	12.7	12.2	11.5
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	72.5	72.2	73.8	75.6	77.4

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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