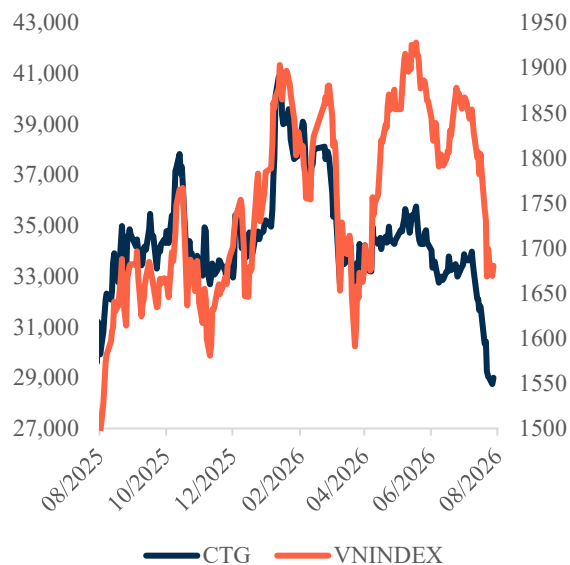


Thông tin cơ bản (27/07/2026)

Giá thị trường	28,750 VND
Giá mục tiêu	50,700 VND
Giá cao nhất 52 tuần	40,800 VND
Giá thấp nhất 52 tuần	28,700 VND
KLGD TB 1 tháng	8,200,755 CP
SLCP lưu hành	7,766.9 triệu CP
Sở hữu nước ngoài	24.50%
Vốn hóa (Tỷ VND)	223,300
BVPS	24,133 VND/CP

Diễn biến giá CTG-VNIndex



Hiệu suất CTG-VNIndex



Luận điểm đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CTG, với giá mục tiêu 50,700 đồng/cổ phiếu, được xác định bằng cách kết hợp phương pháp FCFE với trọng số 80% và phương pháp P/B với trọng số 20%. Trong đó, phương pháp P/B bao gồm P/B tương đối và P/B hợp lý theo ROE. So với giá tham chiếu 28,750 đồng/cổ phiếu ngày 27/07/2026, giá mục tiêu tương ứng dự kiến tăng 76.58%. Quan điểm tích cực của chúng tôi dựa trên vị thế ngân hàng thương mại nhà nước có quy mô hàng đầu, triển vọng phục hồi NIM, tăng trưởng tín dụng ổn định và bộ đệm chất lượng tài sản tương đối vững chắc:

- (1) Vị thế ngân hàng trụ cột tạo lợi thế về quy mô, huy động vốn và tiếp cận khách hàng: Cuối Quý 1/2026, tổng tài sản của VietinBank đạt 2,924,177 tỷ đồng, trong khi tiền gửi khách hàng đạt 1,824,177 tỷ đồng. Mạng lưới gồm 155 chi nhánh và 845 phòng giao dịch, kết hợp với tệp khách hàng doanh nghiệp lớn, SME, bán lẻ và FDI, giúp CTG duy trì quy mô huy động lớn và mở rộng các dịch vụ thanh toán, quản lý dòng tiền, ngoại hối và tài trợ thương mại. Cơ cấu sở hữu với Nhà nước nắm 64.46% và MUFG Bank nắm 19.73% đồng thời hỗ trợ uy tín, khả năng tiếp cận các dự án trọng điểm và kết nối khách hàng quốc tế.
- (2) NIM bước vào giai đoạn phục hồi, tạo động lực tăng trưởng lợi nhuận: Trong Quý 1/2026, thu nhập lãi thuần đạt 19,385 tỷ đồng, tăng 25.27% YoY; NIM cải thiện từ 2.58% lên 2.78%.
- (3) Tăng trưởng tín dụng tiếp tục là động lực chính, nhưng được đặt trong kỷ luật nguồn vốn: Dư nợ cho vay gộp năm 2025 tăng 15.70%, đạt 1,992,273 tỷ đồng và tiếp tục tăng 1.82% QoQ lên 2,028,495 tỷ đồng tại cuối Quý 1/2026.
- (4) Chất lượng tài sản duy trì tích cực, nhưng nợ nhóm 2 cần được theo dõi: Tỷ lệ nợ xấu giảm từ 1.10% cuối năm 2025 xuống 1.02% tại cuối Quý 1/2026, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng từ 158.83% lên 167.19%. Bộ đệm dự phòng này giúp CTG có khả năng hấp thụ tốt hơn các biến động bất lợi của danh mục tín dụng. Tuy nhiên, nợ nhóm 2 tăng 24.88% QoQ và tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng từ 0.87% lên 1.07%, cho thấy rủi ro tín dụng chưa hoàn toàn biến mất.

Rủi ro đầu tư:

- (1) Rủi ro NIM thu hẹp khi chi phí huy động tăng nhanh
- (2) Rủi ro nợ nhóm 2 chuyển thành nợ xấu, đặc biệt tại các khoản vay xây dựng, bất động sản, giao thông, điện và dự án hạ tầng.
- (3) Rủi ro LDR tiến sát giới hạn, khiến tăng trưởng tín dụng phụ thuộc nhiều hơn vào khả năng huy động vốn.
- (4) Rủi ro CAR và nhu cầu bổ sung vốn hạn chế tốc độ mở rộng tài sản có rủi ro hoặc làm phát sinh pha loãng nếu CTG phải phát hành thêm vốn chủ sở hữu.
- (5) Rủi ro từ hạn mức tín dụng, chính sách lãi suất và yêu cầu thực hiện vai trò hỗ trợ nền kinh tế của một ngân hàng do Nhà nước nắm quyền chi phối

1. Tổng quan doanh nghiệp

1.1. Cột mốc quan trọng



Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam, tên giao dịch là VietinBank, mã cổ phiếu CTG, là một trong những ngân hàng thương mại có vai trò trụ cột trong hệ thống tài chính Việt Nam. Tiền thân của VietinBank là Ngân hàng Công Thương, được thành lập năm 1988 trên cơ sở tách ra từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam theo Nghị định số 53/HĐBT của Hội đồng Bộ trưởng. Đây là mốc hình thành quan trọng, đặt nền móng cho vai trò của VietinBank trong tài trợ khu vực công nghiệp, thương mại và các lĩnh vực sản xuất chủ lực của nền kinh tế.

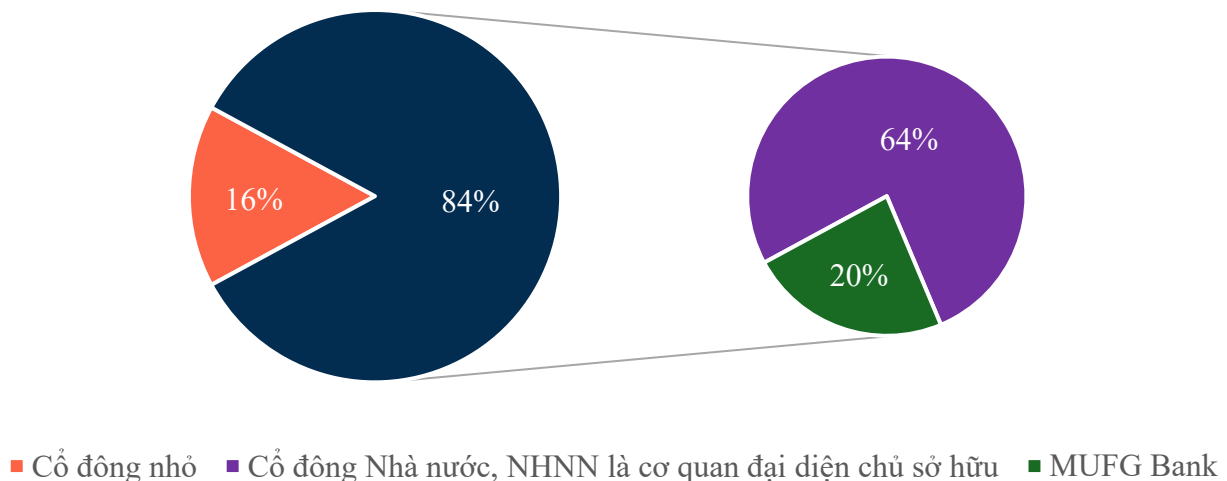
Các mốc có ý nghĩa kinh tế lớn nhất trong quá trình phát triển của VietinBank gồm: tham gia thành lập Ngân hàng Liên doanh Indovina, ngân hàng liên doanh đầu tiên giữa ngân hàng Việt Nam và ngân hàng nước ngoài; ra mắt thương hiệu VietinBank vào tháng 4/2008; thực hiện IPO vào tháng 12/2008; chính thức niêm yết cổ phiếu CTG trên HOSE năm 2009; bán 10% vốn điều lệ cho IFC; phát hành thành công 250 triệu USD trái phiếu quốc tế; mở chi nhánh tại Frankfurt, Đức và Viêng Chăn, Lào; đặc biệt là bán 19.73% cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược MUFG Bank vào năm 2013. Các mốc này không chỉ phản ánh quá trình mở rộng quy mô, mà còn cho thấy sự chuyển đổi từ ngân hàng thương mại nhà nước sang một ngân hàng đại chúng có cấu trúc sở hữu và chuẩn mực quản trị tiệm cận quốc tế.

Tính đến giai đoạn 2025–2026, VietinBank tiếp tục bước vào chu kỳ chuyển đổi mới, tập trung vào tăng trưởng chọn lọc, quản trị rủi ro, chuyển đổi số và mở rộng hiện diện quốc tế. Đáng chú ý, ĐHDGD năm 2026 đã thông qua chủ trương thành lập 5 văn phòng đại diện tại nước ngoài, gồm 3 văn phòng tại Trung Quốc, 1 tại Singapore

và 1 tại Đài Loan, cho thấy định hướng khai thác dòng vốn FDI và cơ hội từ tái cấu trúc chuỗi cung ứng khu vực.

1.2. Cơ cấu sở hữu

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: BCTN CTG, FNS research

Cơ cấu cổ đông của VietinBank có mức độ tập trung cao, phản ánh đặc thù của một ngân hàng thương mại cổ phần nhà nước quy mô lớn. Theo dữ liệu cổ đông sở hữu trên 1% vốn điều lệ, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam là cổ đông chi phối với 5,006,850,325 cổ phiếu, tương đương 64.46% vốn điều lệ. MUFG Bank, Ltd. là cổ đông chiến lược nước ngoài, nắm 1,532,391,718 cổ phiếu, tương đương 19.73%. Các cổ đông lớn khác gồm Công đoàn VietinBank với 1.15%.

Tỷ lệ sở hữu chi phối của Nhà nước giúp VietinBank có lợi thế lớn về uy tín, khả năng tiếp cận nguồn vốn, niềm tin của người gửi tiền và vai trò trong các chương trình tín dụng trọng điểm. Đây là yếu tố hỗ trợ chi phí vốn và củng cố vị thế cạnh tranh của CTG trong nhóm ngân hàng thương mại nhà nước. Mặt khác, sở hữu nhà nước chi phối cũng ảnh hưởng mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận cho cổ đông, CTG có thể phải cân bằng với các nhiệm vụ chính sách như hỗ trợ lãi suất, tài trợ khu vực ưu tiên hoặc duy trì ổn định hệ thống.

Với tỷ lệ sở hữu 19.73%, MUFG không chỉ là cổ đông tài chính mà còn là cổ đông chiến lược có khả năng hỗ trợ VietinBank về quản trị rủi ro, chuẩn mực vận hành, ngân hàng giao dịch, tài chính xanh và kết nối khách hàng FDI. Sự xuất hiện của Prudential Việt Nam trong nhóm cổ đông trên 1% cũng cho thấy CTG tiếp tục thu hút sự quan tâm của các định chế tài chính dài hạn. Tuy nhiên, tỷ lệ free float thực tế không cao là điểm cần lưu ý đối với thanh khoản cổ phiếu và mức độ ảnh hưởng của cổ đông thiểu số đối với các quyết định chiến lược.

1.3. Mạng lưới và hệ sinh thái

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG VÀ HỆ SINH THÁI CTG

Tổng hợp từ Báo cáo thường niên 2025



Nguồn: CTG, FNS research

Về mạng lưới, tại ngày 31/12/2025, VietinBank có trụ sở chính tại 108 Trần Hưng Đạo, phường Cửa Nam, Hà Nội; mạng lưới trong nước gồm 155 chi nhánh trên 34 tỉnh/thành phố, 2 văn phòng đại diện tại TP.HCM và Đà Nẵng, 845 phòng giao dịch; mạng lưới quốc tế gồm 2 chi nhánh tại Đức, 1 ngân hàng con tại Lào và 5 văn phòng hợp tác tại Trung Quốc, Đài Loan, Singapore. Ngoài ra, ngân hàng có quan hệ với hơn 1,000 ngân hàng đại lý tại hơn 90 quốc gia và vùng lãnh thổ.

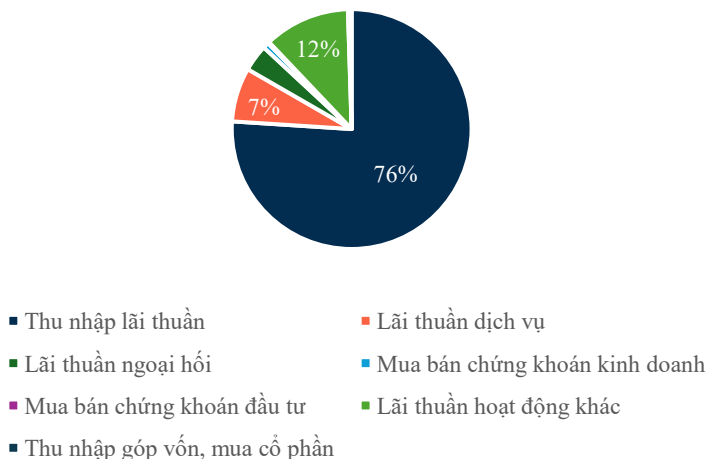
Hệ sinh thái công ty con và công ty liên kết gồm VBI, VietinBank Fund Management, Chứng khoán VietinBank, VietinBank Leasing, VietinBank Gold & Jewellery, VietinBank AMC, VietinBank Global Money Transfer và Ngân hàng Liên doanh Indovina. Hệ sinh thái này giúp VietinBank mở rộng phạm vi dịch vụ từ ngân hàng lõi sang bảo hiểm, chứng khoán, quản lý quỹ, cho thuê tài chính, quản lý nợ, kiều hối và ngân hàng liên doanh, qua đó tăng khả năng bán chéo và đa dạng hóa nguồn thu ngoài lãi.

1.4. Hoạt động kinh doanh

Đóng góp doanh thu năm 2025



Tỷ trọng đóng góp lợi nhuận



Nguồn: CTG, FNS research

Nguồn: CTG, FNS research

VietinBank là ngân hàng thương mại quy mô lớn, hoạt động cốt lõi xoay quanh huy động vốn, cấp tín dụng, thanh toán – ngân quỹ, ngoại hối, phái sinh hàng hóa và lưu ký chứng khoán. Tuy nhiên, CTG vẫn là một ngân hàng có mô hình tạo lợi nhuận chủ yếu dựa trên tín dụng và biên lãi hơn là ngân hàng thuần dịch vụ. Kết thúc năm 2025, mảng dịch vụ tài chính ngân hàng đóng góp khoảng 96.0% doanh thu bộ phận và 95.6% lợi nhuận trước thuế, vượt xa mảng tài chính phi ngân hàng và các hoạt động khác. Điều này cho thấy tốc độ tăng trưởng của CTG vẫn phụ thuộc vào tăng trưởng tín dụng, chi phí vốn, NIM và chất lượng tài sản.

2. Tổng quan ngành

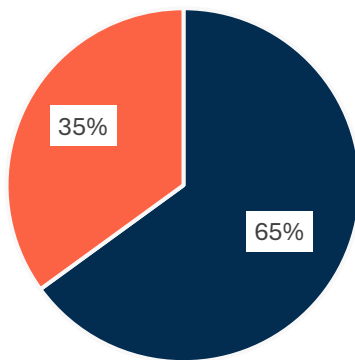
2.1. Chuỗi giá trị ngành

CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH NGÂN HÀNG

Từ huy động vốn đến tạo lợi nhuận và kiểm soát rủi ro



2.1.1. Huy động vốn



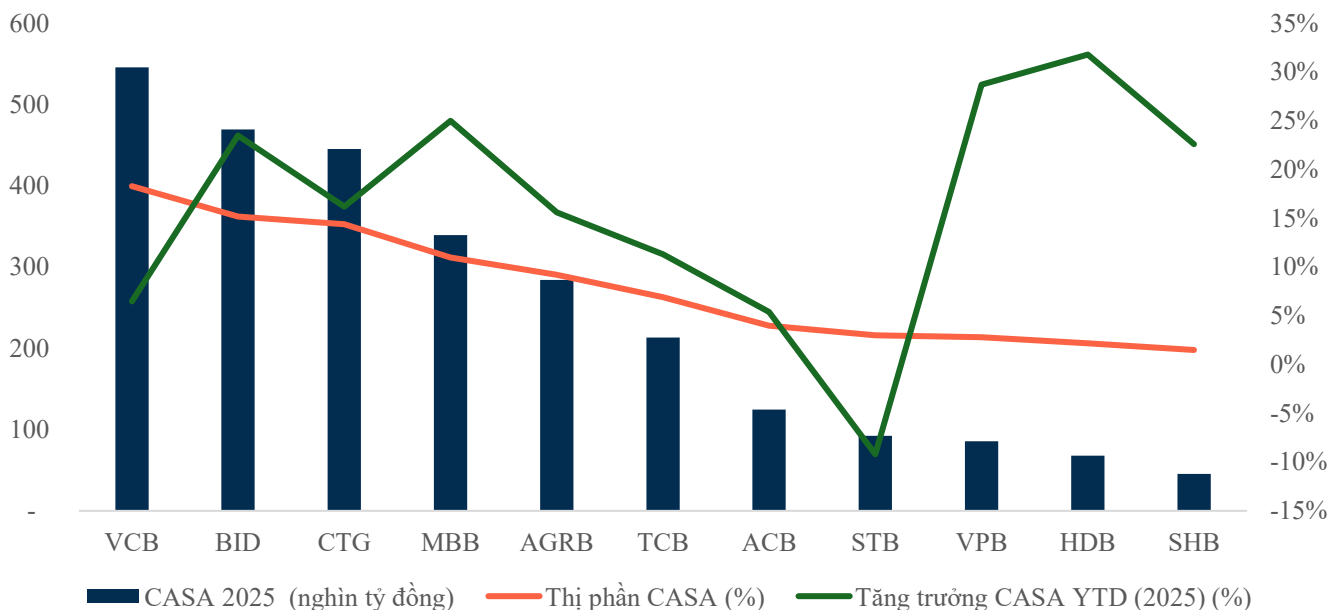
- Tiền gửi khách hàng
- Các nguồn vốn khác

Nguồn: FNS research, ước tính

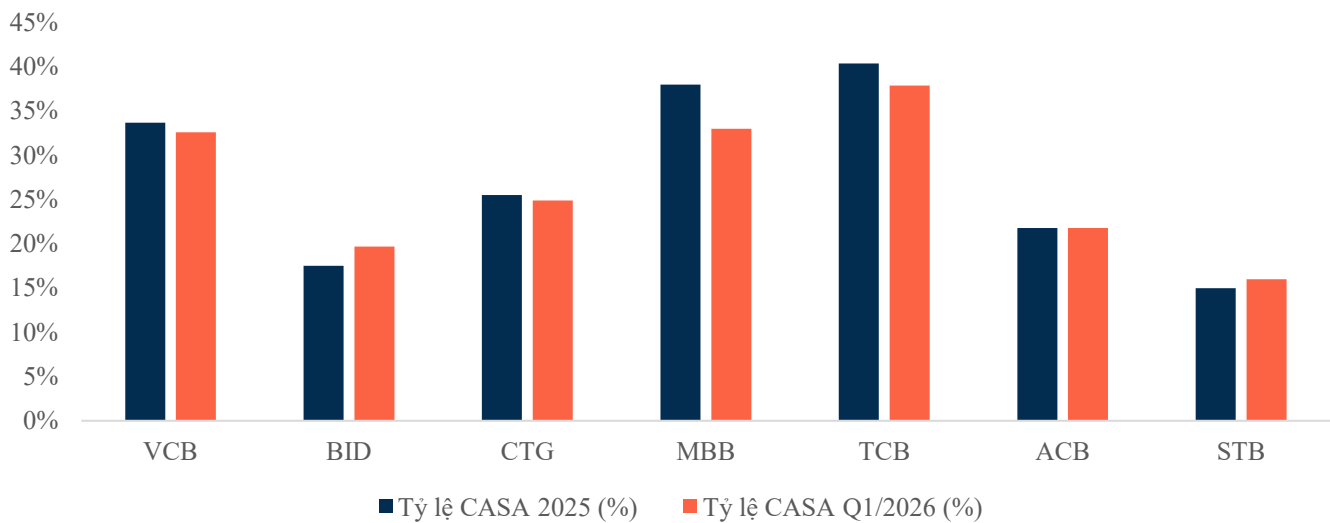
Huy động vốn là đầu vào cốt lõi để ngân hàng có nguồn lực cấp tín dụng và đầu tư tài sản sinh lãi. Ngân hàng có ba kênh chính để huy động: tiền gửi khách hàng, phát hành giấy tờ có giá và vay vốn trên thị trường liên ngân hàng/NHNN. Tiền gửi khách hàng là nguồn vốn quan trọng nhất, bao gồm tiền gửi không kỳ hạn và tiền gửi có kỳ hạn từ cá nhân, doanh nghiệp và tổ chức. Phát hành giấy tờ có giá như chứng chỉ tiền gửi, kỳ phiếu, trái phiếu giúp ngân hàng bổ sung nguồn vốn trung – dài hạn, nhưng thường có chi phí cao hơn tiền gửi không kỳ hạn. Trong khi đó, vay liên ngân hàng hoặc vay NHNN chủ yếu phục vụ điều tiết thanh khoản ngắn hạn, không phải nguồn vốn bền vững để mở rộng tín dụng dài hạn.

Tính đến Q1/ 2026, tổng tiền gửi khách hàng của 27 ngân hàng niêm yết đạt khoảng 12.9 triệu tỷ đồng chiếm khoảng 65% tổng nguồn vốn chính. Điều này cho thấy nguồn vốn ngành ngân hàng Việt Nam vẫn phụ thuộc chủ yếu vào tiền gửi khách hàng,

2.1.1.1. Tiền gửi CASA



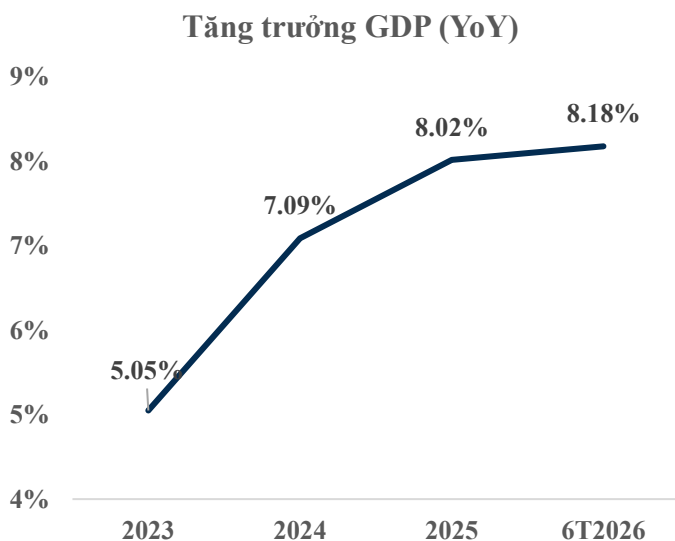
Nguồn: Fiinpro, FNS research ước tính



Nguồn: Fiinpro, FNS research ước tính

2.2. Triển vọng ngành

2.2.1. Tăng trưởng kinh tế: thuận lợi cho quy mô tăng trưởng tín dụng

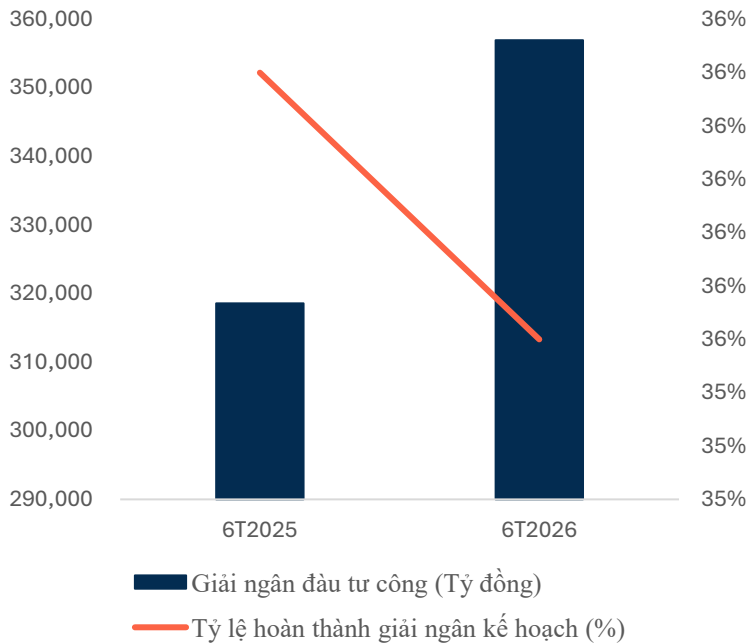


Nguồn: NSO, FNS research

GDP tăng kéo theo nhu cầu vốn qua ba kênh: (1) Doanh nghiệp cần thêm vốn lưu động để tài trợ hàng tồn kho, khoản phải thu và đơn hàng (2) Đầu tư mở rộng nhà máy, hạ tầng và thiết bị làm tăng tín dụng trung – dài hạn (3) Thu nhập và việc làm cải thiện hỗ trợ vay mua nhà, tiêu dùng và thẻ tín dụng.

Ngoài ra, thu nhập ngoài lãi cũng cải thiện thông qua (1) Thanh toán trong nước và quốc tế (2) Bảo lãnh và tài trợ thương mại (3) Ngoại hối. (4) Quản lý dòng tiền (5) Trả lương và CASA doanh nghiệp

2.2.2. Đầu tư công: giá trị giải ngân tăng nhưng tiến độ chưa nhanh tương ứng



Nguồn: Bộ tài chính, FNS research

Dòng tiền đầu tư công thực tế đang tăng, nhưng tốc độ triển khai chưa nhanh hơn tương ứng với quy mô kế hoạch.

Đầu tư công tăng tốc tạo cơ hội cho ngành ngân hàng thông qua các hoạt động như: Cho vay vốn lưu động nhà thầu, Cho vay máy móc và thiết bị, Bảo lãnh dự thầu và bảo lãnh thanh toán, Thanh toán, quản lý dòng tiền...

Nửa đầu năm 2026, giải ngân đạt 356,935 tỷ đồng, tăng 38,362 tỷ đồng, tương đương khoảng 12.0% YoY. Tuy nhiên, tỷ lệ hoàn thành kế hoạch lại giảm từ khoảng 36% xuống 35.5%, vì kế hoạch vốn năm 2026 được nâng lên hơn 1 triệu tỷ đồng. Như vậy, dòng tiền thực tế đã tăng nhưng chưa theo kịp quy mô kế hoạch được giao.

Nền kinh tế Việt Nam đang tạo điều kiện thuận lợi cho ngành ngân hàng mở rộng bảng cân đối. GDP phục hồi từ 5.05% năm 2023 lên 8.02% năm 2025 và tiếp tục tăng 8.18% trong nửa đầu năm 2026; vốn FDI thực hiện duy trì xu hướng tăng với CAGR khoảng 8.8% trong giai đoạn 2021–2025; còn giải ngân đầu tư công nửa đầu năm 2026 tăng khoảng 12% so với cùng kỳ. Các yếu tố này hỗ trợ nhu cầu tín dụng, bảo lãnh, thanh toán, ngoại hối và CASA. Tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng không nhất thiết chuyển hóa hoàn toàn thành chất lượng lợi nhuận: năm 2025, tín dụng tăng 19% nhưng tiền gửi chỉ tăng 11.4%, trong khi NIM toàn ngành giảm từ 3.5% xuống 2.9%. CPI tăng trở lại lên 4.38% trong nửa đầu năm 2026 tiếp tục hạn chế dư địa giảm lãi suất và làm chi phí huy động chịu áp lực. Do đó, triển vọng ngành ngân hàng hiện là tích cực đối với tăng trưởng tài sản nhưng phân hóa đối với lợi nhuận. Ngân hàng có CASA cao, năng lực giao dịch – ngoại hối mạnh và khả năng kiểm soát kỳ hạn nguồn vốn sẽ chuyển hóa tốt hơn các động lực GDP, FDI và đầu tư công; ngược lại, ngân hàng tăng tín dụng nhanh nhưng phụ thuộc vốn kỳ hạn hoặc vốn bán buôn sẽ đối mặt với rủi ro NIM, thanh khoản và chất lượng tài sản.

2.3. Quy định pháp lý và vai trò của NHNN

Đối với ngân hàng, quy định pháp lý không chỉ là yêu cầu tuân thủ mà trực tiếp quyết định khả năng tăng trưởng và lợi nhuận thông qua (1) Room tín dụng quyết định quy mô (2) LDR và CAR quyết định khả năng tài trợ (3) phân loại nợ quyết định chi phí dự phòng (4) chính sách lãi suất quyết định biên lợi nhuận.

2.3.1. Hạn mức tăng trưởng tín dụng: kiểm soát trực tiếp quy mô doanh thu

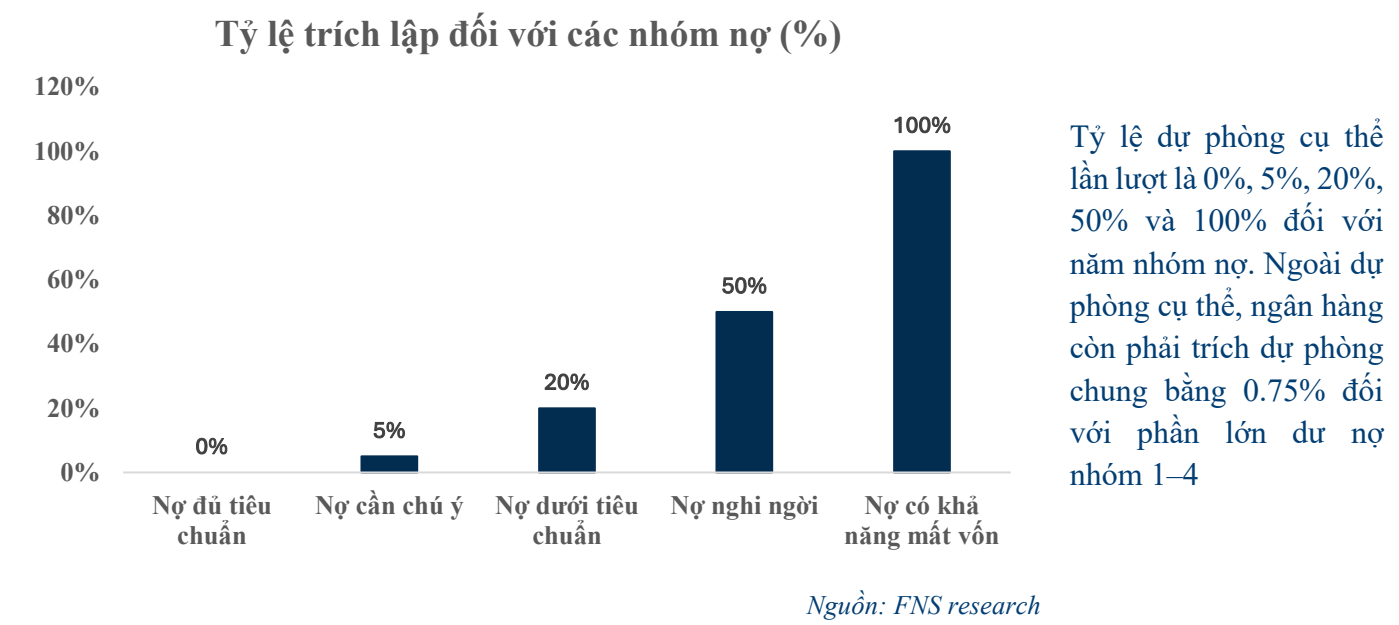
Hạn mức tín dụng ảnh hưởng trực tiếp đến ngành ngân hàng thông qua khả năng mở rộng dư nợ và thu nhập lãi thuần. Khi NHNN nới room, ngân hàng có thêm dư địa tăng tài sản sinh lãi; ngược lại, khi room bị siết hoặc kiểm soát theo quý, tăng trưởng NII bị giới hạn dù nhu cầu vay còn cao. Tuy nhiên, tác động không tuyến tính: tín dụng tăng nhanh hơn huy động sẽ làm căng thanh khoản, đẩy chi phí vốn lên và thu hẹp NIM. Vì vậy, room tín dụng cao chỉ thật sự tích cực với ngân hàng có vốn, thanh khoản, CASA và chất lượng tài sản tốt. Với CTG, hạn mức ban đầu 2026 khoảng 11%, nhưng Q1 chỉ tăng tín dụng 1.82%, thấp hơn mức tối đa theo

quy tắc 25% quý I, cho thấy ngân hàng ưu tiên quản trị thanh khoản và NIM hơn là dùng hết room ngay từ đầu năm.

2.3.2. Phân loại nợ và trích lập dự phòng: tác động trực tiếp đến lợi nhuận

Thông tư 31/2024/TT-NHNN, được sửa đổi bởi Thông tư 37/2025/TT-NHNN có hiệu lực từ 15/12/2025, quy định năm nhóm nợ; nợ xấu gồm nhóm 3, 4 và 5. Việc xếp nhóm không chỉ dựa vào số ngày quá hạn mà còn xét cơ cấu lại thời hạn trả nợ, miễn hoặc giảm lãi, đánh giá khả năng trả nợ và thông tin tín dụng.

Nhóm nợ	Tên nhóm nợ	Khung thời gian quá hạn
1	Nợ đủ tiêu chuẩn	Trong hạn; hoặc quá hạn dưới 10 ngày và được đánh giá có khả năng thu hồi đầy đủ
2	Nợ cần chú ý	Quá hạn đến 90 ngày, trừ trường hợp dưới 10 ngày đủ điều kiện nhóm 1
3	Nợ dưới tiêu chuẩn	Từ 91 đến 180 ngày
4	Nợ nghi ngờ	Từ 181 đến 360 ngày
5	Nợ có khả năng mất vốn	Trên 360 ngày



Việc trích lập dự phòng tác động đến ngành ngân hàng qua 4 lớp:

- (1) **Giảm lợi nhuận trước thuế.** Chi phí dự phòng được ghi nhận sau lợi nhuận hoạt động trước dự phòng; vì vậy hai ngân hàng có NII và CIR tương tự vẫn có thể tạo ra mức lợi nhuận rất khác nhau nếu chi phí tín dụng khác nhau
- (2) **Làm suy giảm vốn tự có:** Dự phòng cao làm giảm lợi nhuận giữ lại, qua đó làm chậm tốc độ hình thành vốn lõi cấp 1

- (3) **Làm giảm khả năng tăng trưởng tín dụng:** Khi chi phí tín dụng tăng và CAR suy giảm, ngân hàng có thể phải giảm room nội bộ, tăng giá cho vay hoặc chuyển sang tài sản có hệ số rủi ro thấp hơn
- (4) **Tạo biến động lợi nhuận giữa các kỳ:** Ngân hàng có thể trích lập mạnh trong một năm để củng cố bộ đệm, sau đó giảm dự phòng hoặc hoàn nhập khi khách hàng phục hồi. Vì vậy, lợi nhuận tăng do dự phòng giảm cần được phân biệt với lợi nhuận tăng từ hoạt động kinh doanh cốt lõi.

2.3.3. CAR và Basel III: giới hạn tăng trưởng dài hạn

Thông tư 14/2025/TT-NHNN yêu cầu các ngân hàng duy trì tối thiểu: (1) Vốn lõi cấp 1: 4.5% (2) Vốn cấp 1: 6% (3) CAR: 8%. Ngoài ra, ngân hàng phải tích lũy bộ đệm bảo toàn vốn và có thể phải duy trì bộ đệm phân chu kỳ từ 0–2.5% theo quyết định của NHNN.

CAR được xác định dựa trên vốn tự có và tài sản có rủi ro: **CAR = Vốn tự có / Tài sản có rủi ro quy đổi**

Khi tài sản có rủi ro tăng nhanh hơn vốn tự có, CAR giảm. Ngân hàng có thể giảm tăng trưởng, điều chỉnh cơ cấu tài sản, phát hành cổ phiếu hoặc công cụ vốn đủ điều kiện, hoặc giữ lại nhiều lợi nhuận hơn. Các biện pháp này lần lượt ảnh hưởng đến NIM, mức pha loãng và cổ tức.

2.3.4. LDR và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung – dài hạn

2.3.4.1. LDR

Hiện nay, tỷ lệ LDR được quy định tối đa là 85%. Chỉ tiêu này giới hạn khả năng chuyển tiền gửi thành khoản vay.

Khi LDR tiến sát trần, ngân hàng phải lựa chọn: (1) Tăng tiền gửi (2) Phát hành giấy tờ có giá đủ điều kiện tính vào nguồn vốn (3) Giảm tăng trưởng cho vay (4) Bán hoặc thu hẹp tài sản tín dụng (5) Tăng giá cho vay để chọn lọc khách hàng.

CTG có LDR khoảng 83.5% trong quý I/2026, tức chỉ thấp hơn trần khoảng 1.5 điểm phần trăm. Điều này cho thấy khả năng tăng tín dụng của CTG phụ thuộc đáng kể vào tăng trưởng huy động.

2.3.4.2. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung – dài hạn

Từ 1/7/2026, trần được nâng từ 30% lên 40%. Quy định mới cũng cho phép một phần tiền gửi có kỳ hạn của Kho bạc Nhà nước được tính vào mẫu số LDR: chỉ loại trừ 80% số dư, thay vì loại trừ toàn bộ. Ngoài ra, theo quyết định số 1743/QĐ-NHNN, chỉ loại trừ 50% số dư tiền gửi có kỳ hạn của Kho bạc Nhà nước khi tính tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi. Điều này tác động tích cực lên ngành ngân hàng thông qua (1) Tăng dư địa cho vay hạ tầng, năng lượng, nhà ở và dự án dài hạn (2) Giảm áp lực phải phát hành nguồn vốn dài hạn ngay lập tức (3) Hỗ trợ ngân hàng lớn có nhiều tiền gửi Kho bạc Nhà nước.

CTG có tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung – dài hạn 25.9% cuối năm 2025, thấp hơn cả trần cũ 30%. Do đó, thay đổi lên 40% tạo thêm dư địa cho CTG nhưng chưa phải yếu tố giải phóng một nút thắt tức thời. Nút thắt gần hơn vẫn là LDR và chi phí huy động.

2.3.5. Giới hạn sở hữu nước ngoài

Theo Nghị định 69/2025/NĐ-CP: Nghị định 69/2025/NĐ-CP duy trì tổng sở hữu nước ngoài thông thường tại một ngân hàng thương mại không quá 30% vốn điều lệ. Ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc có thể được nâng lên trên 30% nhưng không quá 49%; ngoại lệ này không áp dụng cho ngân hàng thương mại do Nhà nước nắm trên 50% vốn điều lệ. Do Nhà nước nắm 64.46% vốn, CTG không thuộc trường hợp được nâng lên 49%.

Giới hạn 30% giúp duy trì quyền kiểm soát trong nước nhưng làm giảm khả năng (1) Thu hút vốn chủ sở hữu quốc tế (2) Tìm nhà đầu tư chiến lược (3) Tiếp nhận công nghệ, quản trị và mạng lưới khách hàng quốc tế (4) Tăng thanh khoản và định giá cổ phiếu ngân hàng đã kín room.

Với ngân hàng cần tăng CAR, FOL là một rào cản đáng kể vì vốn ngoại có thể là nguồn vốn chủ sở hữu dài hạn.

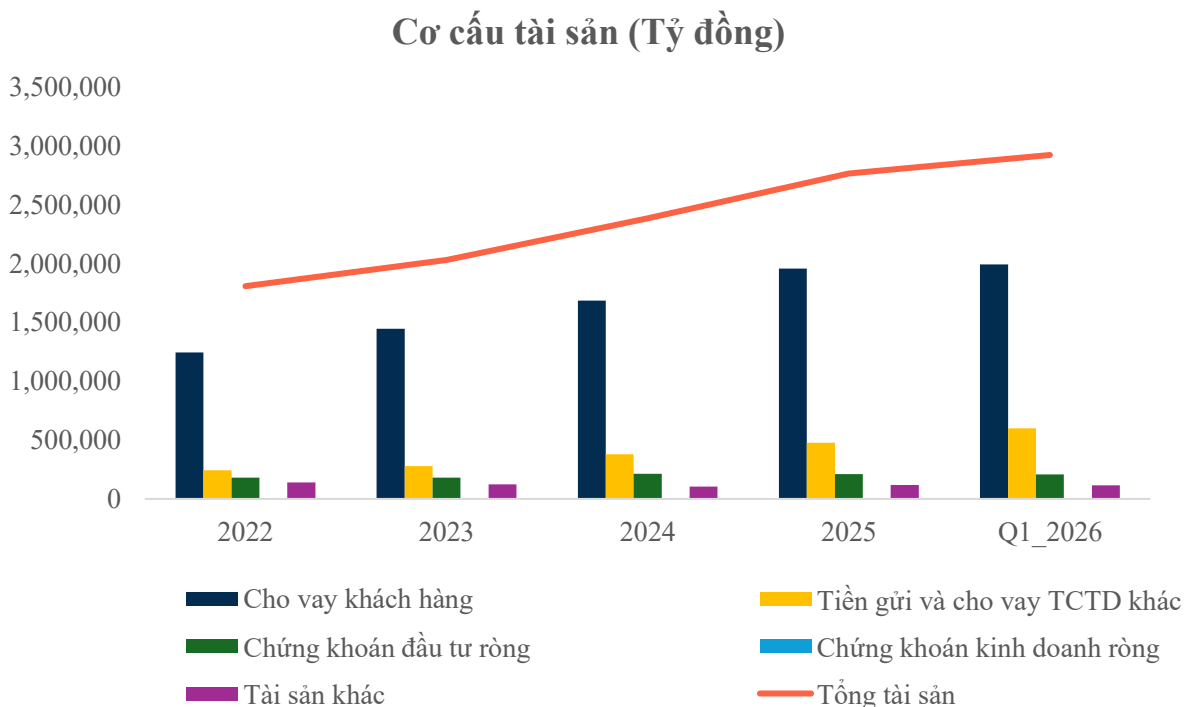
Do CTG thuộc nhóm ngân hàng Nhà nước nắm quyền chi phối, ngân hàng không thuộc trường hợp được nâng FOL lên 49% dành cho ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc. Điều này làm khả năng tăng vốn từ nhà đầu tư nước ngoài kém linh hoạt hơn một số ngân hàng tư nhân.

Bù lại, cấu trúc sở hữu Nhà nước giúp CTG có lợi thế về niềm tin, tiền gửi tổ chức và khả năng tham gia các dự án trọng điểm.

Ngành ngân hàng Việt Nam chịu sự điều tiết trực tiếp của NHNN trên cả quy mô, giá vốn, chất lượng tài sản và năng lực vốn. Room tín dụng giới hạn tốc độ mở rộng tài sản sinh lãi; các quy định phân loại nợ và trích lập dự phòng quyết định chi phí tín dụng; trong khi CAR, LDR và tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung – dài hạn giới hạn khả năng chuyển hóa nguồn vốn thành tín dụng. Giai đoạn 2025–2026 cho thấy định hướng quản lý có tính hai chiều: chuẩn vốn được nâng dần theo Basel III, nhưng một số giới hạn thanh khoản được nới để hỗ trợ tín dụng trung – dài hạn. Với CTG, khuôn khổ này tạo lợi thế tiếp cận các chương trình và dự án trọng điểm, nhưng đồng thời đặt ngân hàng dưới áp lực duy trì lãi suất hỗ trợ, tăng vốn và kiểm soát LDR. Vì vậy, triển vọng của CTG phụ thuộc không chỉ vào room được giao, mà vào khả năng tăng nguồn vốn ổn định, duy trì bộ đệm vốn và lựa chọn khoản vay có mức sinh lời đủ bù đắp chi phí vốn và rủi ro.

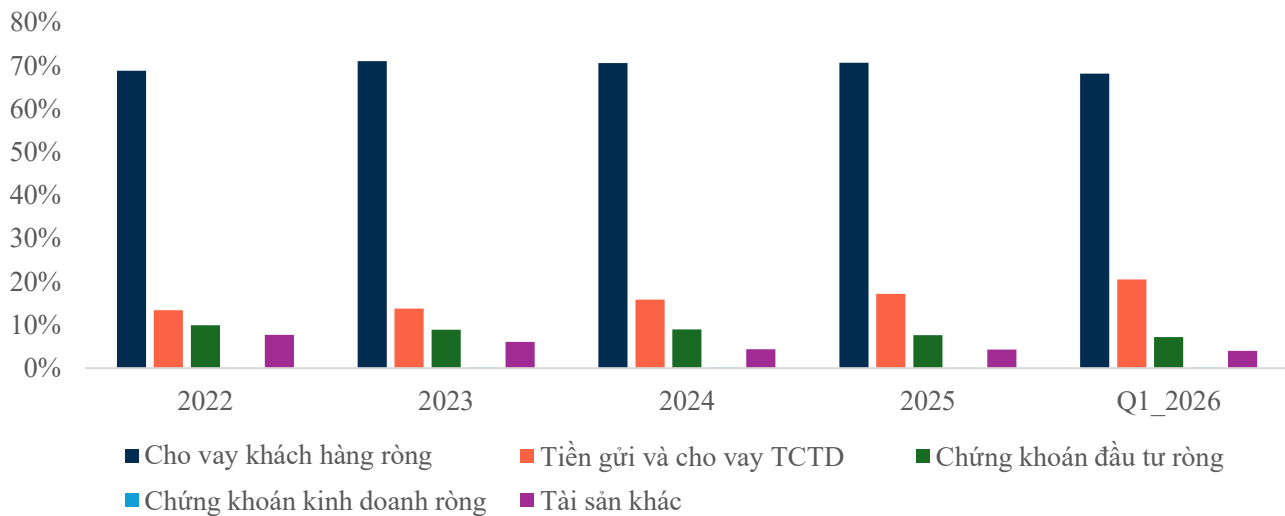
3. Hoạt động kinh doanh của CTG

3.1. Cơ cấu tài sản sinh lãi



Nguồn: CTG, FNS research

Cơ cấu tài sản theo tỷ lệ

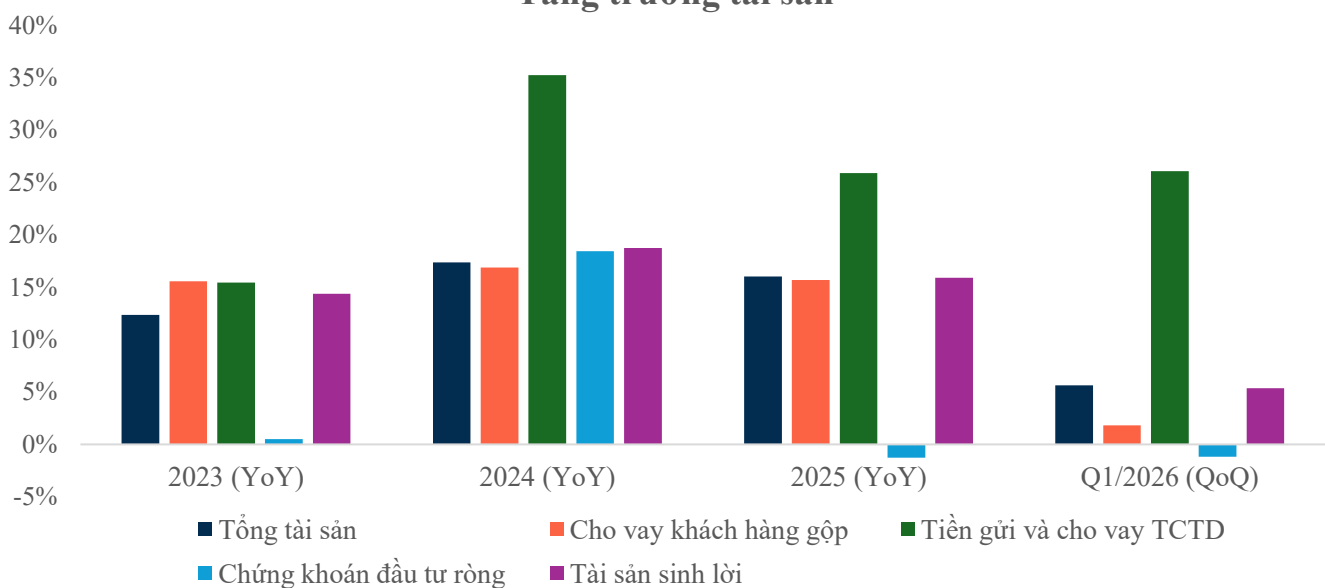


Nguồn: CTG, FNS research

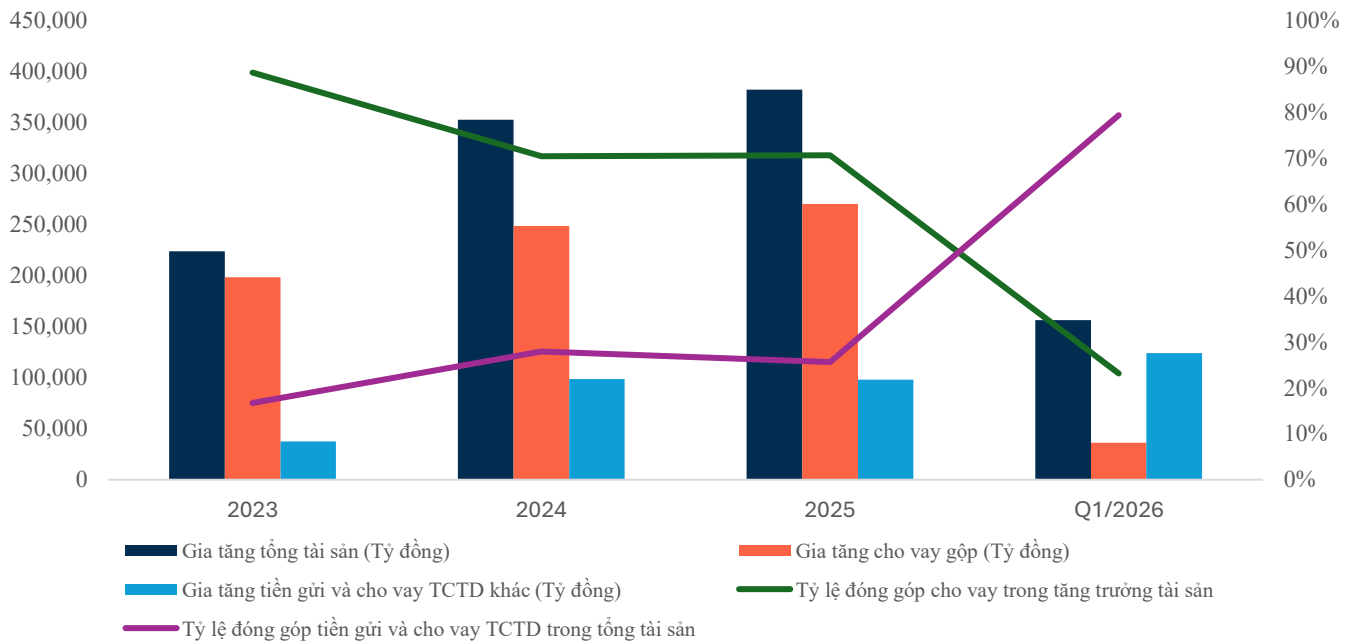
Tổng tài sản CTG tăng từ 1,808,810.868 tỷ đồng năm 2022 lên 2,767,699.300 tỷ đồng năm 2025, tương ứng CAGR khoảng 15.23%/năm. Đây là tốc độ mở rộng cao đối với một ngân hàng đã có quy mô gần 3 triệu tỷ đồng.

Cơ cấu tài sản giai đoạn 2022–2025 nhìn chung khá ổn định: cho vay khách hàng ròng duy trì quanh 68.85%–71.12% tổng tài sản, cho thấy CTG vẫn là ngân hàng thương mại truyền thống, trong đó tín dụng là nguồn tạo thu nhập chủ đạo.

Tăng trưởng tài sản



Nguồn: CTG, FNS research

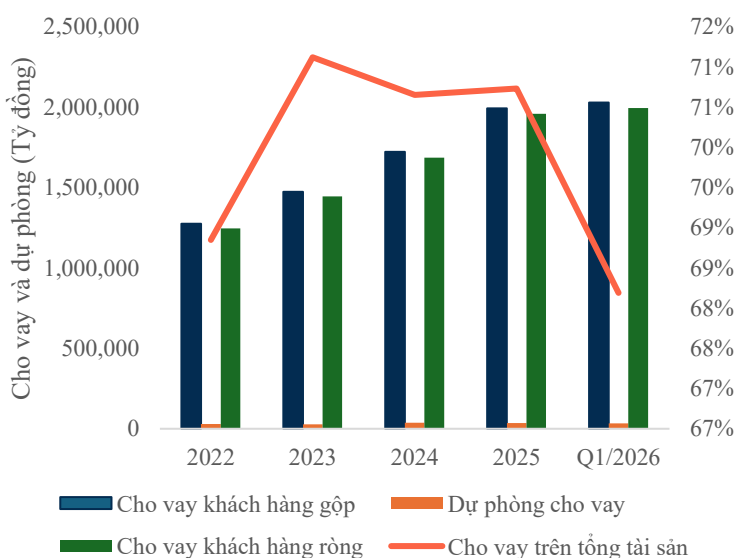


Nguồn: CTG, FNS research

Năm 2025, tổng tài sản tăng 382,311.568 tỷ đồng, trong đó cho vay khách hàng gộp tăng 270,318.154 tỷ đồng, tương đương khoảng 70.71% mức tăng tổng tài sản. Năm 2025 mang tính tín dụng dẫn dắt, phù hợp với mô hình kinh doanh cốt lõi của CTG.

Ngược lại, trong Q1/2026, tổng tài sản tăng thêm 156,477.628 tỷ đồng, nhưng cho vay chỉ tăng 36,221.703 tỷ đồng. Khoảng 79.40% mức tăng tổng tài sản đến từ tiền gửi và cho vay các TCTD khác. Số dư khoản mục này tăng tới 124,248.908 tỷ đồng chỉ trong một quý, lên 600,736.438 tỷ đồng.

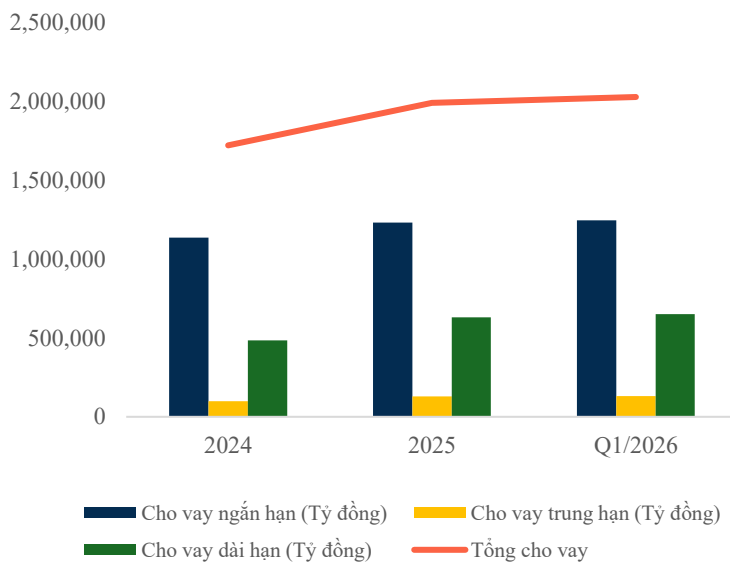
Điều này cho thấy CTG đã huy động hoặc tiếp nhận nguồn vốn nhanh hơn tốc độ giải ngân tín dụng. Đây là trạng thái tích cực về thanh khoản, nhưng chưa chắc tối ưu về lợi nhuận vì tài sản liên ngân hàng thường có lợi suất thấp hơn cho vay doanh nghiệp và bán lẻ.



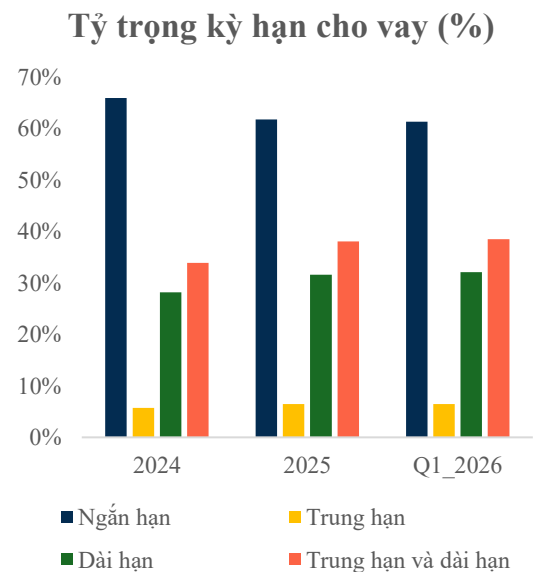
Nguồn: CTG, FNS research

Dư nợ cho vay gộp tăng từ 1,274,843.694 tỷ đồng năm 2022 lên 1,992,272.868 tỷ đồng năm 2025, tương ứng CAGR khoảng 16.05%/năm. Tốc độ này cao hơn CAGR tổng tài sản, cho thấy tín dụng vẫn là động lực tăng trưởng thực của CTG trong trung hạn

Tỷ trọng cho vay ròng duy trì quanh 70% tổng tài sản trong ba năm 2023–2025. Đây là mức đủ cao để tạo NII lớn, nhưng không quá cao đến mức toàn bộ bảng cân đối phụ thuộc vào tín dụng. Phần tài sản còn lại tạo bộ đệm thanh khoản và khả năng tái cơ cấu danh mục khi điều kiện thị trường thay đổi.



Nguồn: CTG, FNS research



Nguồn: CTG, FNS research

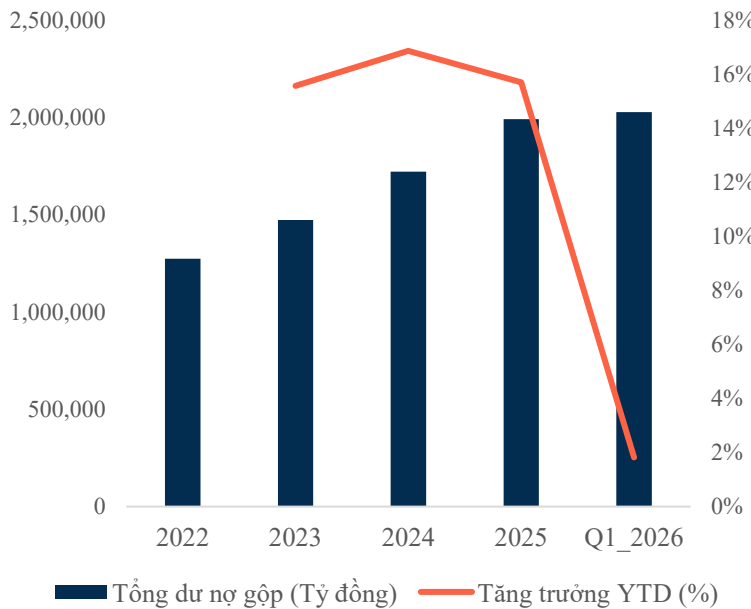
Năm 2025, cho vay ngắn hạn chỉ tăng 8.38%, trong khi cho vay trung hạn tăng 30.65% và cho vay dài hạn tăng 29.77%. Tỷ trọng tín dụng trung – dài hạn vì vậy tăng từ 33.96% năm 2024 lên 38.14% năm 2025, sau đó lên 38.58% tại Q1/2026.

Sự dịch chuyển kỳ hạn nợ cho thấy:

- (1) Hỗ trợ lợi suất tài sản. Khoản vay trung – dài hạn thường có lãi suất cao hơn và tạo dòng NII trong thời gian dài hơn. Cơ cấu này phù hợp với lợi thế của CTG trong tài trợ doanh nghiệp lớn, FDI, sản xuất, năng lượng và hạ tầng.
- (2) Tăng nhu cầu nguồn vốn ổn định. Khoản vay dài hạn không thể được tài trợ bền vững chỉ bằng tiền gửi ngắn hạn. CTG phải duy trì tăng trưởng tiền gửi, giấy tờ có giá và vốn dài hạn tương ứng; nếu không, lợi suất cao hơn có thể bị triệt tiêu bởi chi phí huy động và rủi ro lệch kỳ hạn.
- (3) Tăng độ trễ của rủi ro tín dụng. Khoản vay dự án thường chỉ bộc lộ vấn đề sau giai đoạn xây dựng hoặc ân hạn. Do đó, tăng trưởng tín dụng dài hạn năm 2025 có thể chưa phản ánh đầy đủ vào NPL hiện tại và cần được kiểm tra cùng tiến độ dự án, nợ nhóm 2 và khả năng tạo dòng tiền.

3.2. Danh mục tín dụng

3.2.1. Cơ cấu khách hàng năm 2025

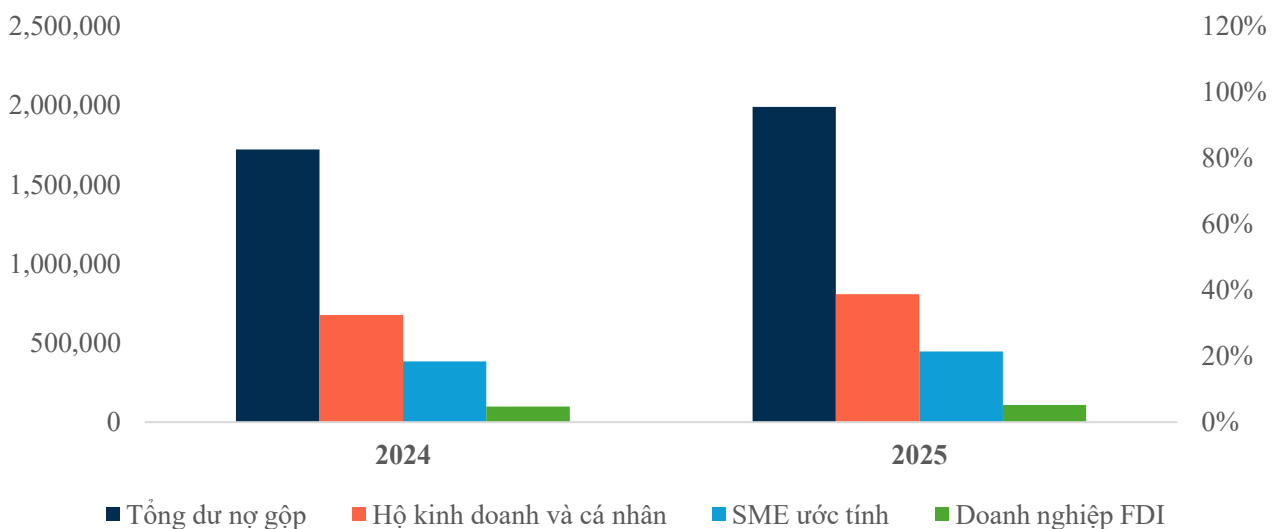


Nguồn: CTG, FNS research

Dư nợ gộp của CTG tăng từ 1,274,843.694 tỷ đồng năm 2022 lên 1,992,272.868 tỷ đồng năm 2025, tương đương CAGR 16.05%/năm. Trong Q1/2026, dư nợ tiếp tục tăng 1.82% QoQ lên 2,028,494.571 tỷ đồng, thấp hơn mức tăng 3.2% của toàn hệ thống.

Tăng trưởng năm 2025 ở mức 15.70%, trong khi tiền gửi khách hàng tăng khoảng 11.67%. Khoảng cách này cho thấy CTG phải sử dụng thêm các nguồn vốn ngoài tiền gửi khách hàng hoặc nâng hiệu quả huy động để tài trợ tín dụng. Sang Q1/2026, tín dụng tăng 1.8% và tiền gửi tăng 1.7%, cho thấy ngân hàng chủ động đưa tăng trưởng tài sản trở lại phù hợp với nguồn vốn

Cơ cấu dư nợ (Tỷ đồng)



Nguồn: CTG, FNS research

Dư nợ hộ kinh doanh và cá nhân tăng 19.53%, từ 676,069.263 tỷ đồng lên 808,113.278 tỷ đồng. Tỷ trọng tăng từ 39.26% lên 40.56% tổng dư nợ, điều này cho thấy (1) Bán lẻ giúp phân tán rủi ro khỏi một số khách hàng doanh nghiệp lớn và thường tạo lợi suất cao hơn (2) Nhưng chi phí phục vụ, thẩm định và thu hồi nợ cao hơn; rủi ro nhạy cảm với thu nhập hộ gia đình, bất động sản và tiêu dùng.

SME tăng nhanh nhưng không làm tỷ trọng thay đổi lớn

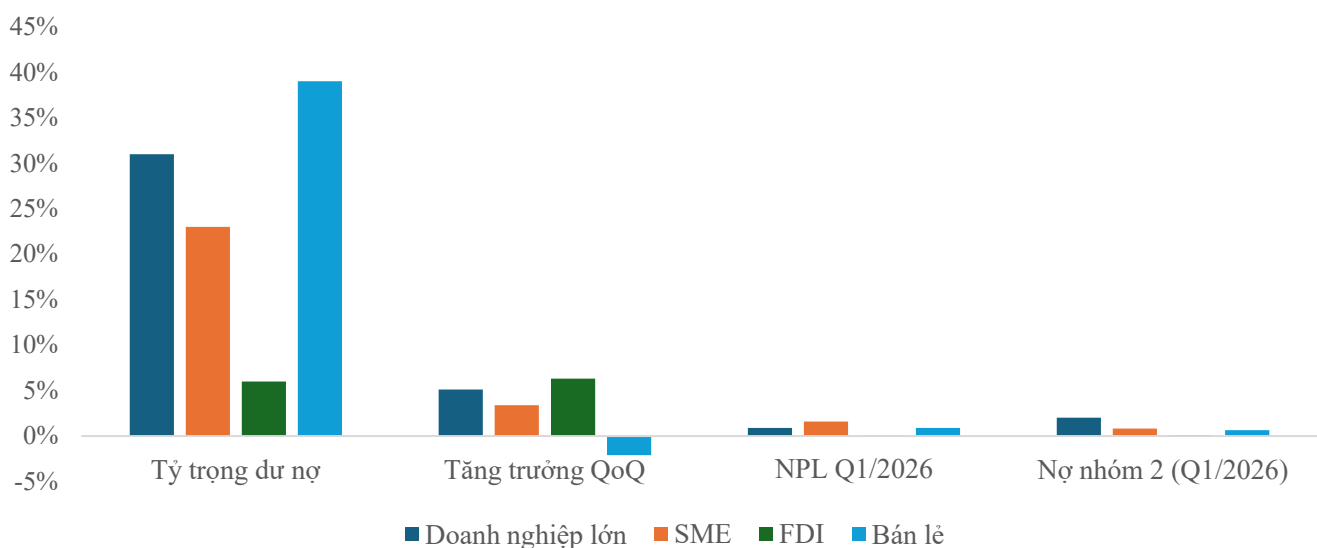
Dư nợ SME ước tính tăng khoảng 16.74%, gần tương đương tốc độ toàn danh mục; tỷ trọng chỉ tăng nhẹ từ 22.24% lên 22.44%.

SME có tiềm năng tạo biên lãi và phí tốt hơn doanh nghiệp lớn, đồng thời giúp CTG khai thác chuỗi cung ứng của các khách hàng doanh nghiệp.

FDI tăng chậm hơn toàn danh mục trong năm 2025

Dư nợ doanh nghiệp FDI tăng 9.58%, thấp hơn tăng trưởng chung, khiến tỷ trọng giảm nhẹ từ 5.78% xuống 5.47%.

3.2.2. Q1/2026: tăng trưởng chuyển từ bán lẻ sang doanh nghiệp và FDI



Nguồn: CTG, FNS research

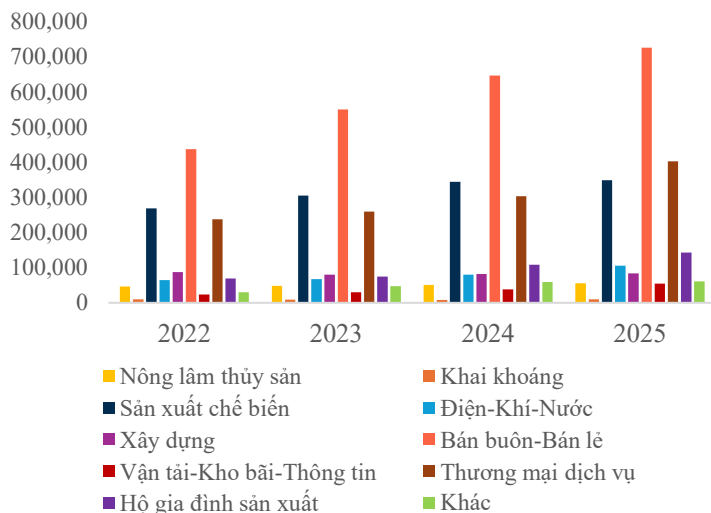
Trong Q1/2026: (1) Doanh nghiệp lớn tăng 5.1% QoQ (2) SME tăng 3.4% QoQ (3) FDI tăng 6.3% QoQ (4) Bán lẻ giảm 2.1% QoQ.

Cơ cấu này cho thấy CTG chủ động chuyển hạn mức sang nhóm khách hàng có chất lượng tín dụng và dòng tiền tốt hơn. Ngân hàng tập trung vào các dự án metro, logistics, năng lượng và trung tâm dữ liệu, đồng thời khai thác khách hàng FDI qua các văn phòng tại Trung Quốc, Singapore và Đài Loan.

Trong bán lẻ, cho vay hộ kinh doanh giảm 0.6% và cho vay mua nhà giảm 0.8%. Ban lãnh đạo cho biết ngân hàng chủ động giảm các danh mục có rủi ro tiềm ẩn hoặc hiệu quả sinh lời thấp trong bối cảnh room tín dụng và nguồn vốn có giới hạn

3.2.3. Cơ cấu tín dụng theo ngành

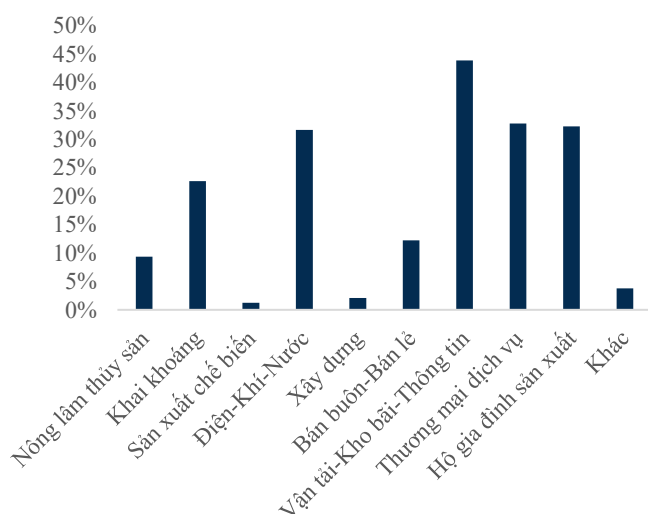
Cơ cấu tín dụng theo ngành (Tỷ đồng)



Nguồn: CTG, FNS research

Danh mục tín dụng tập trung lớn vào hoạt động thương mại-dịch vụ và bán buôn-bán lẻ, tổng cộng chiếm 56.64% dư nợ năm 2025. Điều này phản ánh thể mạnh truyền thống của CTG trong cung cấp vốn lưu động, thanh toán và quản lý dòng tiền cho doanh nghiệp thương mại. Lợi thế là vòng quay vốn thường ngắn và tạo nhiều giao dịch thanh toán. Rủi ro là chất lượng khoản vay phụ thuộc mạnh vào sức mua, hàng tồn kho, khoản phải thu và chu kỳ vốn lưu động của khách hàng.

Tăng trưởng 2025



Nguồn: CTG, FNS research

Tỷ trọng 2025



Nguồn: CTG, FNS research

Tăng trưởng năm 2025 tập trung vào một số ít ngành: (1) Thương mại, dịch vụ: 36.74% (2) Bán buôn, bán lẻ: 29.21% (3) Hộ gia đình sản xuất: 12.93% (4) Điện, khí và nước: 9.44% (5) Vận tải, kho bãi và thông tin: 6.18%.

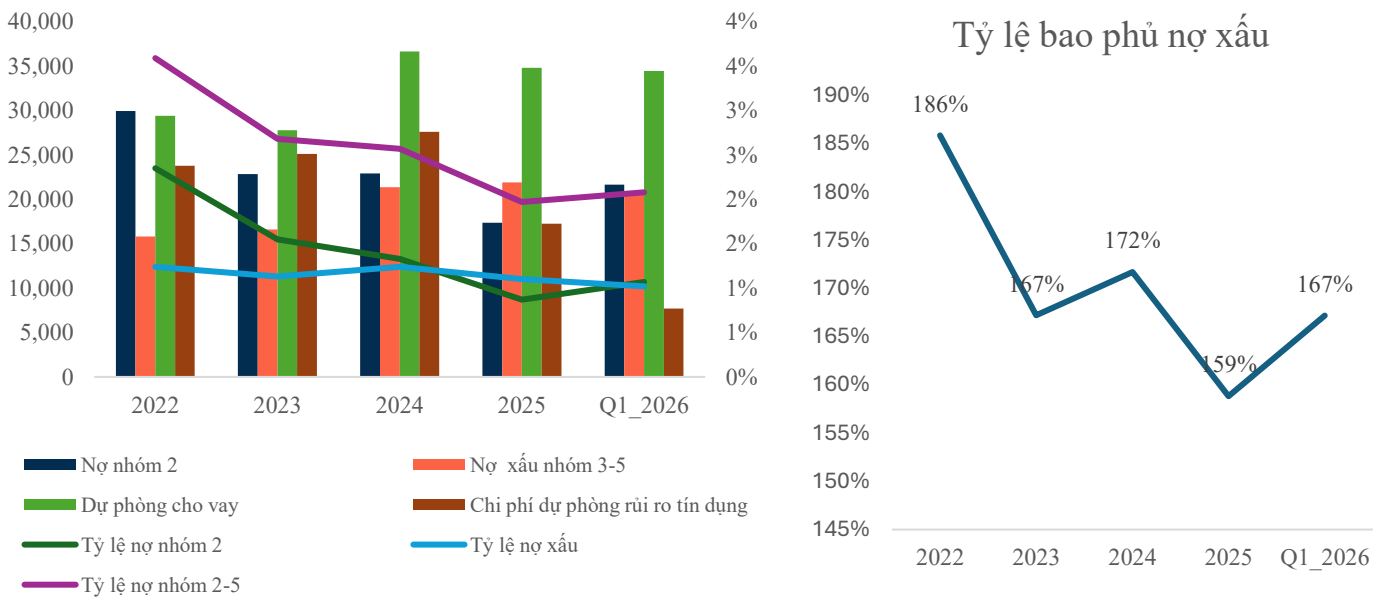
Hạ tầng tăng nhanh, nhưng rủi ro kỳ hạn cũng tăng

Dư nợ điện, khí và nước tăng 31.68%, còn vận tải, kho bãi và thông tin tăng 43.90%. Đây là các lĩnh vực phù hợp với chiến lược tài trợ năng lượng, logistics và hạ tầng của CTG. Tuy nhiên, các khoản vay này thường: (1) Có thời hạn dài. (2) Phụ thuộc pháp lý, tiến độ và nghiệm thu. (3) Tạo áp lực lên vốn và chênh lệch kỳ hạn. (4) Có rủi ro tập trung ở một số dự án hoặc chủ đầu tư lớn.

Xây dựng tăng chậm nhưng vẫn là vùng rủi ro

Dư nợ xây dựng chỉ tăng 2.08% năm 2025, thấp hơn nhiều mức tăng toàn danh mục. Điều này cho thấy CTG không mở rộng trực tiếp quá mạnh vào xây dựng. Tuy nhiên, doanh nghiệp cho biết nợ xấu và nợ nhóm 2 vẫn tập trung một phần tại xây dựng, các dự án giao thông, điện và bất động sản. Nghĩa là rủi ro chủ yếu có thể nằm ở danh mục đã tích lũy trước đây, không nhất thiết đến từ tăng trưởng tín dụng mới.

3.2.4. Chất lượng tài sản cải thiện rõ trong giai đoạn 2022–2025



Nguồn: CTG, FNS research

Nguồn: CTG, FNS research

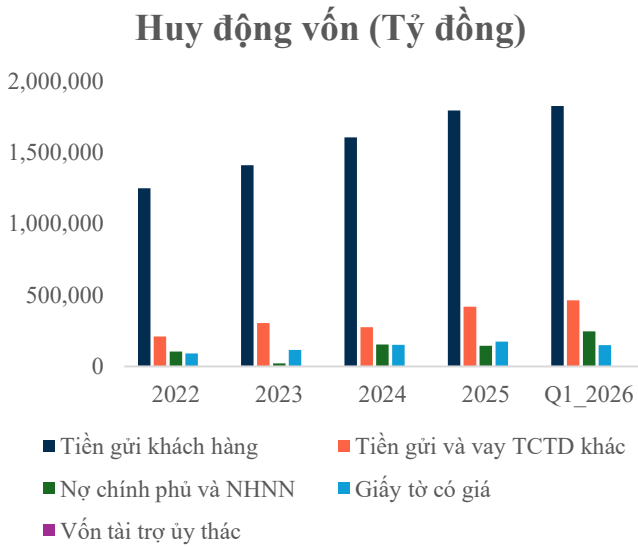
NPL tăng chậm hơn dư nợ. Từ năm 2022 đến 2025: (1) Dư nợ tăng 56.28%. (2) Giá trị nợ xấu tăng 38.50%. (3) Tỷ lệ NPL giảm từ 1.24% xuống 1.10%. Điều này cho thấy chất lượng tài sản tương đối được cải thiện. Tuy nhiên, một phần giảm tỷ lệ NPL vẫn đến từ việc mẫu số dư nợ tăng nhanh.

Q1/2026: NPL giảm nhưng nợ nhóm 2 tăng trở lại: (1) NPL giảm từ 21,916.196 tỷ đồng xuống 20,597.667 tỷ đồng. (2) Tỷ lệ NPL giảm từ 1.10% xuống 1.02%. (3) Nợ nhóm 2 tăng từ 17,345.911 tỷ đồng lên 21,661.628 tỷ đồng, tương đương tăng 24.88% QoQ. (4) Tỷ lệ nhóm 2 tăng từ 0.87% lên 1.07%.

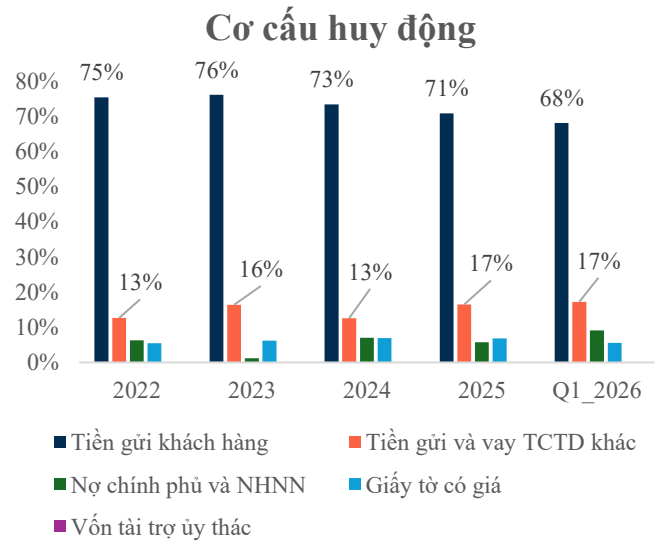
Tỷ lệ bao phủ tăng nhưng dự phòng tuyệt đối giảm trong Q1/2026: Tỷ lệ bao phủ NPL tăng từ 158.83% lên 167.19%, nhưng số dư dự phòng cho vay lại giảm khoảng 1.07% QoQ, từ 34,810.365 tỷ đồng xuống 34,436.428 tỷ đồng.

Danh mục tín dụng CTG năm 2025 tăng trưởng khá tốt khi dư nợ tăng 15.7%, được dẫn dắt bởi bán lẻ, SME, thương mại – dịch vụ, điện và logistics. Cơ cấu bán lẻ và SME tăng lên 63% giúp giảm phụ thuộc vào một số doanh nghiệp lớn, trong khi nợ nhóm 2 giảm mạnh và NPL được duy trì quanh 1.1%. Tuy nhiên, tăng trưởng năm 2025 tập trung cao khi năm nhóm ngành đóng góp khoảng 94.5% phần tăng dư nợ. Sang Q1/2026, CTG chủ động chuyển hạn mức sang doanh nghiệp lớn, SME và FDI, đồng thời thu hẹp bán lẻ. Tuy nhiên, nợ nhóm 2 tăng trở lại và tập trung ở doanh nghiệp lớn, xây dựng, giao thông, điện và bất động sản là cảnh báo sớm cần theo dõi. Nhìn chung, chất lượng tăng trưởng của CTG đang ở mức tích cực, nhưng tính bền vững sẽ phụ thuộc vào việc kiểm soát nợ nhóm 2, duy trì khả năng định giá khoản vay và chuyển tăng trưởng dự án thành CASA, phí và dòng tiền thực tế.

3.3. Hoạt động huy động vốn và cấu trúc nguồn vốn của CTG



Nguồn: CTG, FNS research

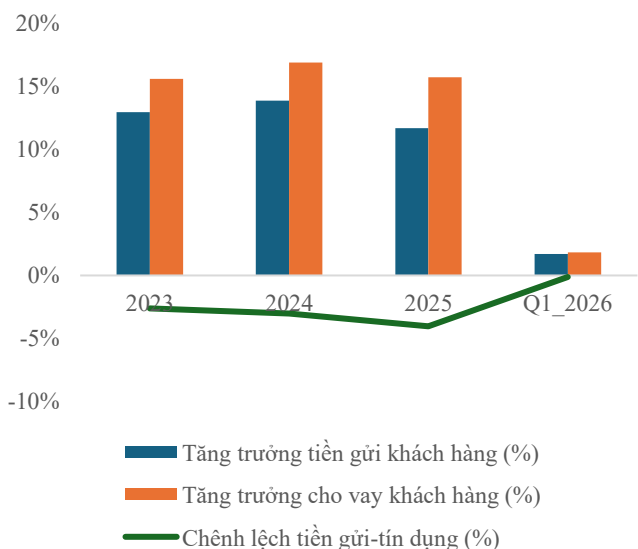


Nguồn: CTG, FNS research

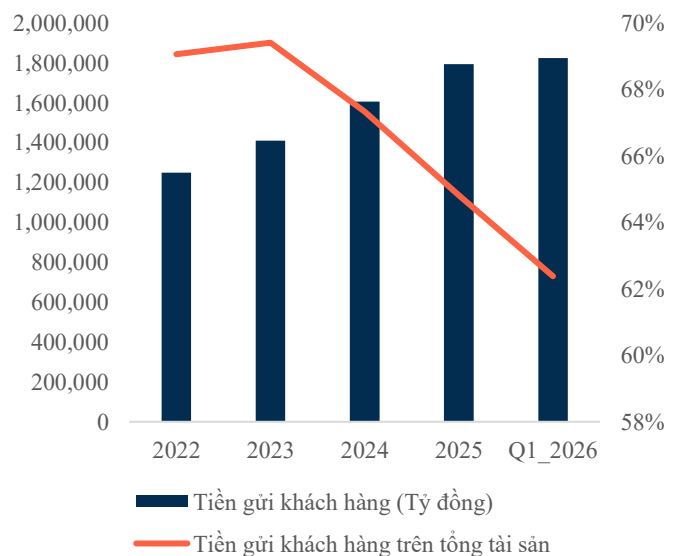
Tiền gửi khách hàng vẫn là nguồn vốn lớn nhất, nhưng tỷ trọng đã giảm từ 75.38% năm 2022 xuống 70.84% năm 2025 và 68.05% tại Q1/2026. Trong khi đó, tiền gửi và vay TCTD khác tăng lên 17.25%, còn nguồn vốn từ Chính phủ và NHNN tăng lên 9.14% tại Q1/2026. CTG không phụ thuộc duy nhất vào tiền gửi khách hàng và có khả năng tiếp cận thị trường liên ngân hàng, Kho bạc Nhà nước, NHNN và thị trường giấy tờ có giá. Điều này thể hiện quy mô, vị thế và mức độ tín nhiệm của một ngân hàng quốc doanh lớn.

Tuy nhiên, nguồn vốn liên ngân hàng và tổ chức thường (1) Có quy mô giao dịch lớn. (2) Tái định giá nhanh. (3) Nhạy với thanh khoản hệ thống. (4) Có thể dịch chuyển mạnh giữa các kỳ. Việc dịch chuyển cơ cấu nguồn vốn mang lại sự đa dạng hóa, nhưng cũng tiềm ẩn rủi ro cho CTG.

3.3.1. Tiền gửi khách hàng tăng chậm hơn tín dụng



Nguồn: CTG, FNS research



Nguồn: CTG, FNS research

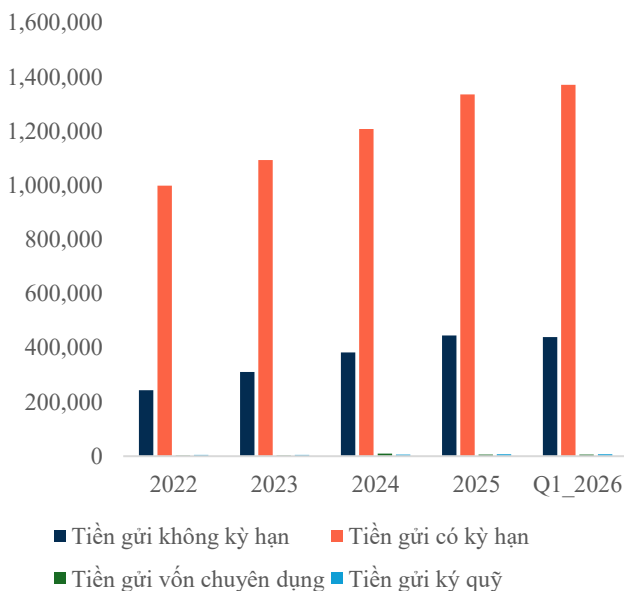
Năm 2025, tiền gửi khách hàng tăng 11.67%, thấp hơn tăng trưởng dư nợ 15.70% khoảng 4.03 điểm phần trăm. Khoảng cách này lớn hơn năm 2023 và 2024, cho thấy CTG phải sử dụng thêm nguồn vốn ngoài tiền gửi khách hàng để tài trợ tăng trưởng tín dụng.

Tiền gửi khách hàng tăng từ 1,249,176.034 tỷ đồng năm 2022 lên 1,793,732.057 tỷ đồng năm 2025, tương đương CAGR khoảng 12.82%/năm.

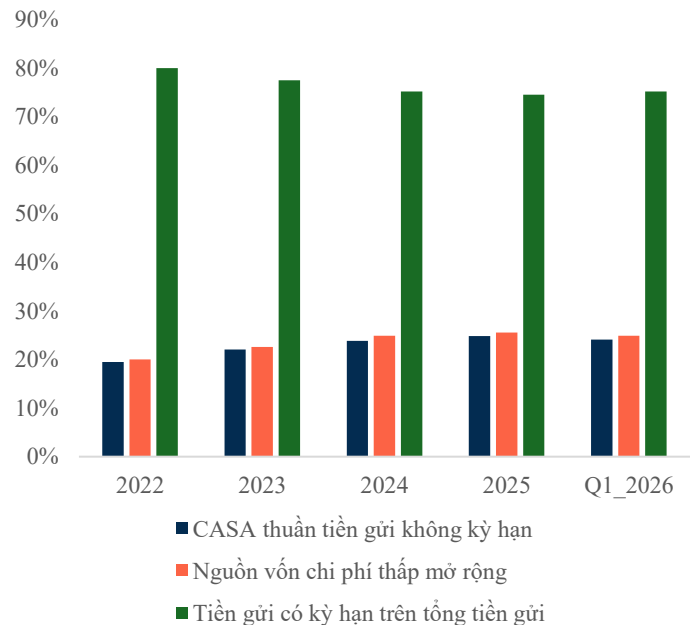
Tuy nhiên, tỷ trọng tiền gửi khách hàng trên tổng tài sản giảm từ 69.41% năm 2023 xuống 64.81% năm 2025 và 62.38% tại Q1/2026. Điều này không phải do tiền gửi giảm mà do các nguồn vốn khác và tổng tài sản tăng nhanh hơn.

3.3.2. CASA: cải thiện mạnh trong trung hạn nhưng giảm trong Q1/2026

Cơ cấu tiền gửi (Tỷ đồng)



Nguồn: CTG, FNS research

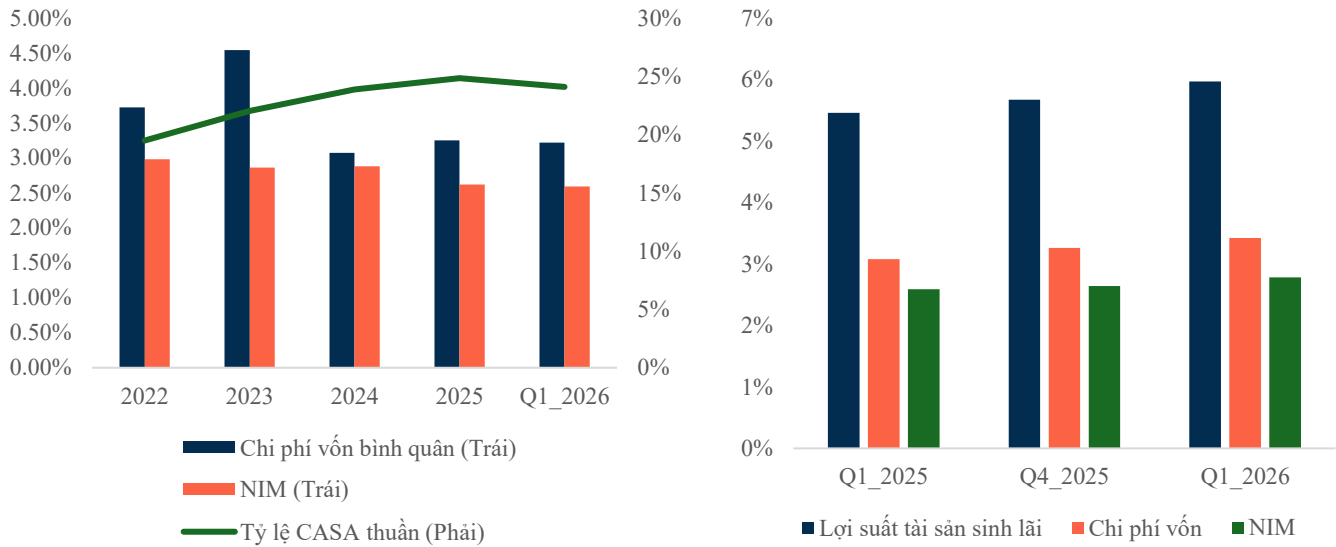


Nguồn: CTG, FNS research

CASA thuần tăng từ 19.49% năm 2022 lên 24.84% năm 2025, tương đương tăng gần 5.34 điểm phần trăm. Số dư tiền gửi không kỳ hạn tăng CAGR khoảng 22.30%/năm, hơn gấp đôi CAGR 10.16% của tiền gửi có kỳ hạn.

Tuy nhiên, tại Q1/2026: (1) Tiền gửi không kỳ hạn giảm 1.38% QoQ. (2) Tiền gửi có kỳ hạn tăng 2.64% QoQ. (3) CASA thuần giảm từ 24.84% xuống 24.08%. (4) Nguồn vốn chi phí thấp mở rộng giảm từ 25.54% xuống 24.85%.

3.3.3. CASA tăng nhưng chưa đủ để hỗ trợ COF trong năm 2025



Trong năm 2025: CASA tăng từ 23.86% lên 24.84% nhưng chi phí vốn vẫn tăng 18bps trong khi NIM giảm từ 2.88% xuống 2.62%

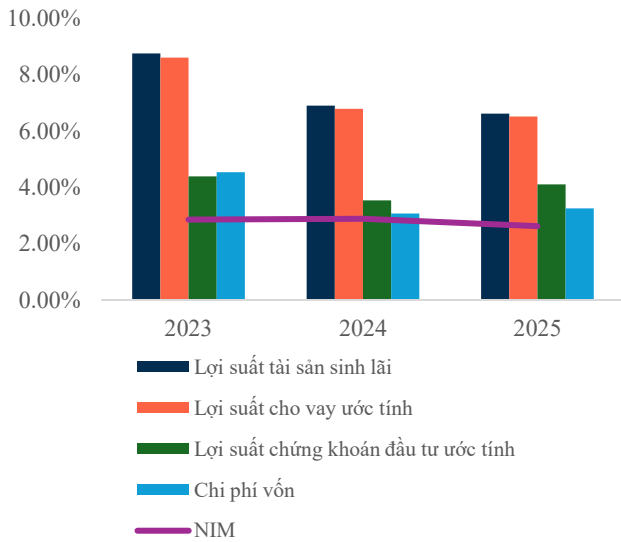
Tuy nhiên, sang Q1/2026, đã có sự cải thiện: Chi phí vốn tăng 16 bps QoQ lên 3.42% nhưng lợi suất tài sản sinh lãi tăng 30 bps lên 5.97%. Kết quả, NIM tăng 14 bps QoQ lên 2.78%.

CTG không kiểm soát COF bằng cách giữ chi phí vốn không tăng; ngân hàng đã tái định giá tài sản nhanh hơn tốc độ tăng giá vốn. Đây là tín hiệu tích cực về quản trị ALM và quyền định giá. Tuy nhiên, khả năng này có giới hạn. Nếu lãi suất huy động tiếp tục tăng trong khi khách hàng doanh nghiệp lớn phản đối tăng lãi vay, lợi suất tài sản không thể tăng mãi nhanh hơn COF.

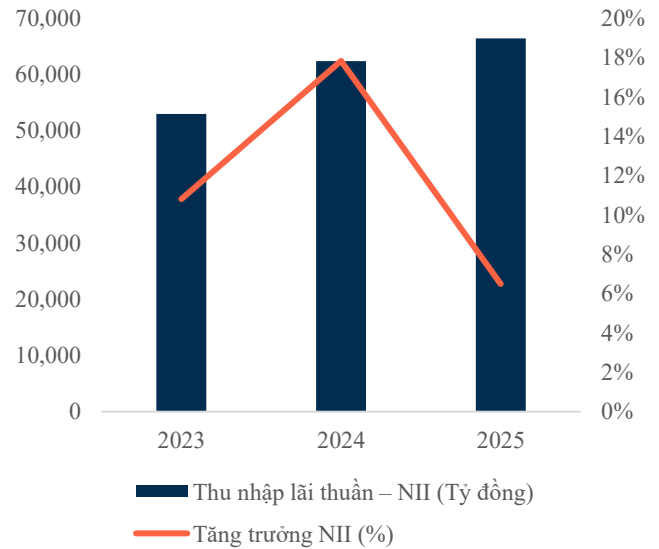
Nguồn vốn của CTG có lợi thế nổi bật về quy mô và khả năng tiếp cận đa dạng các kênh huy động. Tiền gửi khách hàng tăng từ 1.25 triệu tỷ đồng năm 2022 lên 1.79 triệu tỷ đồng năm 2025, trong khi CASA thuần cải thiện từ 19.49% lên 24.84%, cho thấy chất lượng nền tiền gửi đã tiến bộ đáng kể. Tuy nhiên, tốc độ tăng tiền gửi khách hàng năm 2025 thấp hơn tăng trưởng tín dụng khoảng 4 điểm phần trăm, khiến CTG phải sử dụng nhiều hơn tiền gửi liên ngân hàng và giấy tờ có giá. Sang Q1/2026, phần lớn tăng trưởng nguồn vốn đến từ Kho bạc Nhà nước, NHNN và các TCTD khác, trong khi CASA giảm theo mùa vụ và giấy tờ có giá ngắn hạn thu hẹp. Cấu trúc này giúp thanh khoản dồi dào nhưng làm nguồn vốn nhạy hơn với lãi suất và sự dịch chuyển của khách hàng tổ chức. Dù chi phí vốn tăng lên 3.42% trong Q1/2026, CTG vẫn cải thiện NIM lên 2.78% nhờ tái định giá tài sản nhanh hơn.

3.4. Kết quả kinh doanh

3.4.1. NIM và khả năng định giá tài sản



Nguồn: CTG, FiinPro, FNS research

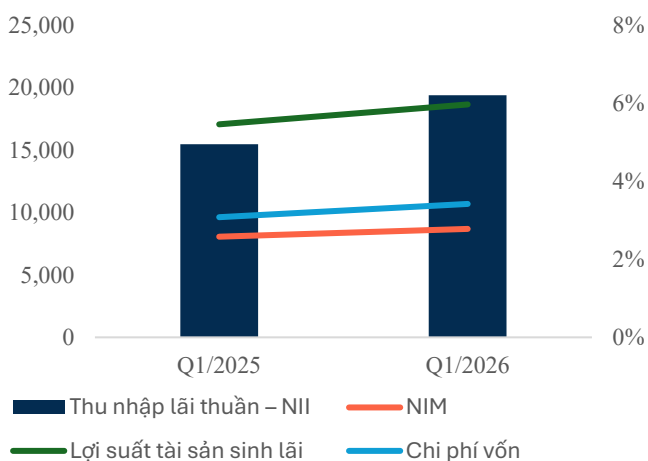


Nguồn: CTG, FiinPro, FNS research

Thu nhập lãi thuần của CTG tăng liên tục, từ 52,957.478 tỷ đồng năm 2023 lên 66,453.245 tỷ đồng năm 2025. Tuy nhiên, tốc độ tăng đã chậm lại đáng kể, từ 17.84% năm 2024 xuống còn 6.49% năm 2025.

Nguyên nhân chính là biên lãi ròng bị thu hẹp. NIM giảm từ 2.88% năm 2024 xuống 2.62% năm 2025, tương đương giảm khoảng 0.26 điểm phần trăm. Trong cùng kỳ, lợi suất tài sản sinh lãi giảm 0.28 điểm phần trăm, trong khi chi phí vốn lại tăng 0.18 điểm phần trăm. Như vậy, CTG chịu sức ép từ cả hai phía: thu nhập từ tài sản giảm nhưng giá vốn huy động lại tăng.

Lợi suất cho vay ước tính giảm từ 6.79% xuống 6.51%, cho thấy áp lực chủ yếu đến từ hoạt động tín dụng. Lợi suất chứng khoán đầu tư có cải thiện nhưng quy mô danh mục nhỏ hơn nhiều so với cho vay, nên chưa đủ bù đắp phần suy giảm từ tín dụng.



Nguồn: CTG, FiinPro, FNS research

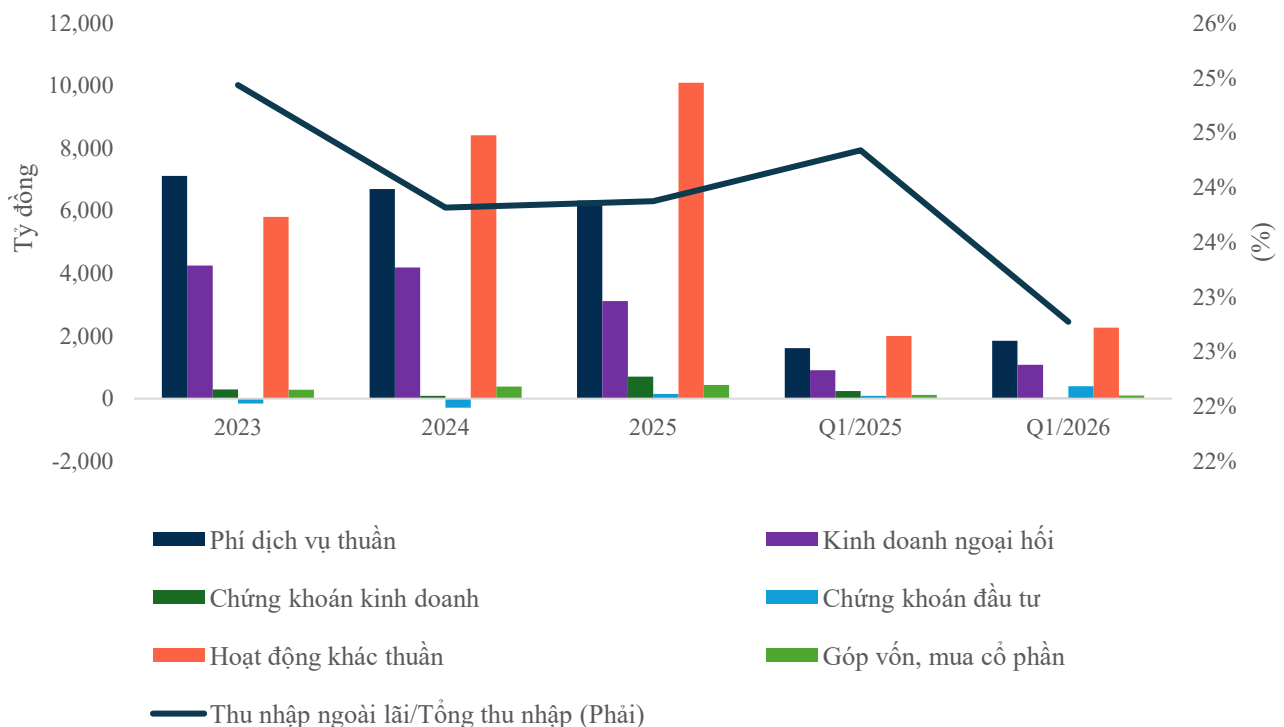
Trong quý 1/2026, thu nhập lãi thuần đạt 19,385.153 tỷ đồng, tăng 25.27% so với cùng kỳ. NIM tăng từ 2.58% lên 2.78%, cho thấy khả năng sinh lời từ hoạt động tín dụng đã cải thiện rõ rệt so với quý 1/2025.

Chi phí vốn vẫn tăng từ 3.08% lên 3.42%, nhưng lợi suất tài sản sinh lãi tăng mạnh hơn, từ 5.46% lên 5.97%. Nói cách khác, CTG không cải thiện NIM nhờ giảm được giá vốn, mà nhờ điều chỉnh lợi suất cho vay và các tài sản sinh lãi nhanh hơn mức tăng của chi phí huy động.

NIM của CTG suy giảm trong năm 2025 vì lợi suất cho vay giảm trong khi chi phí vốn tăng. Do đó, tăng trưởng thu nhập lãi thuần năm 2025 chủ yếu đến từ việc mở rộng dư nợ, chưa phải từ việc cải thiện khả năng sinh lời trên mỗi đồng tài sản.

Quý 1/2026 cho thấy xu hướng tích cực hơn khi lợi suất tài sản tăng nhanh hơn chi phí vốn, giúp NIM phục hồi lên 2.78%. Tuy nhiên, Khả năng duy trì NIM còn phụ thuộc vào ba yếu tố: diễn biến CASA, áp lực tăng lãi suất huy động và khả năng CTG điều chỉnh lãi suất cho vay đối với nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn.

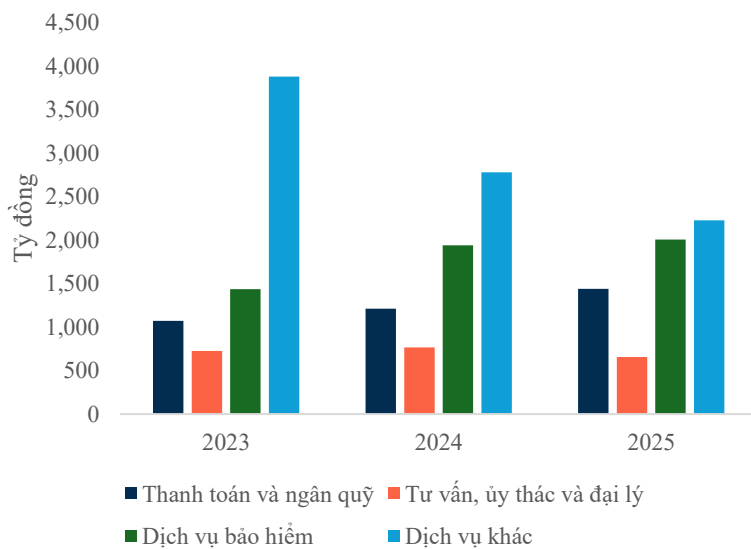
3.4.2. Thu nhập ngoài lãi



Nguồn: CTG, FiinPro, FNS research

Thu nhập ngoài lãi tăng từ 17,590.687 tỷ đồng năm 2023 lên 20,841.544 tỷ đồng năm 2025. Tuy nhiên, tỷ trọng trong tổng thu nhập giảm từ 24.93% xuống 23.87%, cho thấy hoạt động của CTG vẫn phụ thuộc chủ yếu vào thu nhập lãi.

Trong quý 1/2026, thu nhập ngoài lãi tăng 14.83%, đạt 5,716.401 tỷ đồng. Dù vậy, tỷ trọng trong tổng thu nhập giảm từ 24.34% xuống 22.77% vì thu nhập lãi thuần tăng nhanh hơn.

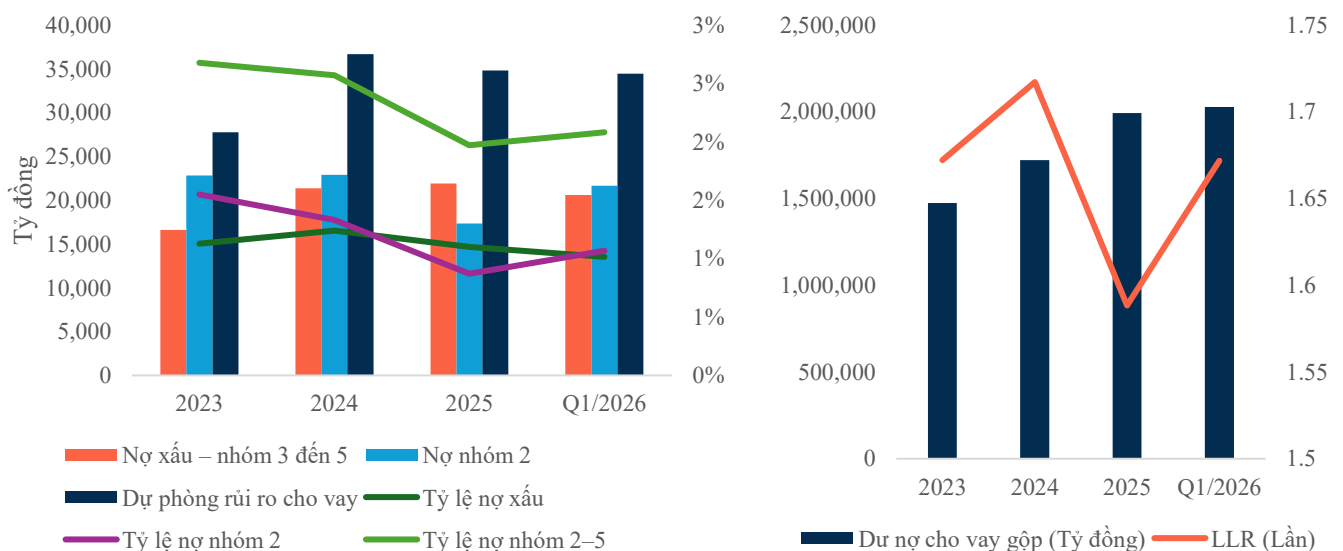


Phí thanh toán và ngân quỹ tăng liên tục, đạt 1,440.438 tỷ đồng năm 2025, tăng 18.85% so với năm trước. Đây là nguồn thu có chất lượng tương đối tốt vì gắn với hoạt động giao dịch thường xuyên của khách hàng, đồng thời hỗ trợ CTG duy trì CASA.

Ngược lại, phí dịch vụ khác giảm từ 3,880.488 tỷ đồng năm 2023 xuống 2,227.405 tỷ đồng năm 2025. Đây là nguyên nhân chính khiến tổng phí dịch vụ thuần giảm trong hai năm liên tiếp, dù thanh toán và bảo hiểm vẫn tăng trưởng.

Nguồn: CTG, FNS research

3.5. Chất lượng tài sản



Giai đoạn 2023–2025, tỷ lệ nợ nhóm 2–5 giảm từ 2.67% xuống 1.97%. Đây là tín hiệu tích cực vì không chỉ nợ xấu mà cả nhóm khoản vay có dấu hiệu cảnh báo sớm đều giảm so với quy mô tín dụng.

Riêng năm 2025, tỷ lệ nợ xấu giảm từ 1.24% xuống 1.1%. Tuy nhiên, giá trị nợ xấu vẫn tăng từ 21,351.927 tỷ đồng lên 21,916.196 tỷ đồng, tương đương tăng khoảng 2.64%. Tỷ lệ giảm chủ yếu vì dư nợ cho vay tăng nhanh hơn, khoảng 15.70%.

Điểm cải thiện rõ hơn nằm ở nợ nhóm 2: số dư giảm 24.25%, từ 22,898.528 tỷ đồng xuống 17,345.911 tỷ đồng. Nhờ vậy, tổng tỷ lệ nợ nhóm 2–5 giảm gần 0.60 điểm phần trăm. Điều này cho thấy lượng khoản vay có nguy cơ chuyển thành nợ xấu trong tương lai đã thu hẹp đáng kể vào cuối năm.

LLR giảm từ 1.7 năm 2024 xuống 1.5 năm 2025. Mức này vẫn tương đối cao, nhưng sự suy giảm cho thấy CTG đã sử dụng một phần bộ đệm dự phòng để xử lý nợ, trong khi số dư nợ xấu chưa giảm tương ứng.

4. Định giá và khuyến nghị

4.1. Dự phóng kết quả kinh doanh

Chỉ tiêu	2025A	2026F	Thay đổi	Giả định và lưu ý chính
Tổng tài sản	2,767,699.3	3,069,780.0	10.91%	Tăng trưởng tín dụng tiếp tục là động lực chính, phù hợp với vai trò cung ứng vốn của ngân hàng thương mại nhà nước
Tổng tài sản sinh lãi	2,696,810.3	2,991,802.1	10.94%	Cho vay khách hàng tiếp tục chiếm tỷ trọng chủ đạo; chứng khoán và tài sản liên ngân hàng đóng vai trò quản trị thanh khoản
Cho vay khách hàng gộp	1,992,272.9	2,251,268.3	13.00%	Được hỗ trợ bởi phục hồi kinh tế, đầu tư công và nhu cầu vốn của doanh nghiệp; dự địa tăng trưởng chịu ràng buộc bởi nguồn vốn và CAR
Tiền gửi khách hàng	1,793,732.1	2,017,948.6	12.50%	Lợi thế mạng lưới và hệ sinh thái khách hàng hỗ trợ huy động; cạnh tranh lãi suất có thể làm tăng chi phí vốn
Dự phòng rủi ro tín dụng/dư nợ gộp	1.75%	1.70%	-0.05%	Chất lượng tài sản và tỷ lệ bao phủ duy trì tích cực, nhưng sự gia tăng của nợ nhóm 2 đòi hỏi tiếp tục giữ bộ đệm dự phòng
Thu nhập lãi thuần	66,453.2	78,775.9	18.54%	Được thúc đẩy bởi mở rộng tín dụng và NIM phục hồi
NIM	2.65%	2.77%	0.12 điểm %	Lợi suất tài sản cải thiện nhờ tái định giá khoản vay, trong khi áp lực từ chi phí huy động vẫn hiện hữu
Tổng thu nhập ngoài lãi	20,841.5	22,043.1	5.77%	Được hỗ trợ bởi dịch vụ, ngoại hối và thu hồi nợ đã xử lý; chưa tính thu nhập bất thường từ VietinBank Tower
Tổng thu nhập hoạt động	87,294.8	100,818.9	15.49%	Thu nhập lãi thuần tiếp tục là nguồn đóng góp tăng trưởng chủ yếu
Chi phí hoạt động	26,552.9	30,044.1	13.15%	Áp lực đến từ chi phí nhân sự, công nghệ và chuyển đổi số; quy mô doanh thu lớn hơn tạo hiệu ứng đòn bẩy hoạt động

CIR	30.42%	29.80%	-0.62 điểm %	Cải thiện nhờ thu nhập hoạt động tăng nhanh hơn chi phí, dù CTG tiếp tục đầu tư cho công nghệ và vận hành
Lợi nhuận trước dự phòng	60,741.9	70,774.9	16.52%	Được hỗ trợ đồng thời bởi NIM phục hồi, tăng trưởng tín dụng và hiệu quả chi phí
Chi phí dự phòng tín dụng	17,298.1	17,504.6	1.19%	Bám sát kế hoạch trích lập của ngân hàng; duy trì thận trọng trước rủi ro nợ nhóm 2 chuyển thành nợ xấu
Lợi nhuận trước thuế	43,443.8	53,270.3	22.62%	Động lực chính đến từ tăng trưởng thu nhập lãi thuần, CIR cải thiện và áp lực dự phòng ổn định
LNST thuộc cổ đông ngân hàng mẹ	34,604.5	42,450.9	22.67%	Biến động cùng chiều với lợi nhuận trước thuế; thuế suất và lợi ích cổ đông không kiểm soát được giả định ổn định
ROA (trên tổng tài sản bình quân)	1.34%	1.45%	0.11 điểm %	Cải thiện khi lợi nhuận tăng nhanh hơn quy mô tài sản
Tài sản có rủi ro – RWA	1,333,088.4	1,499,215.6	12.46%	Gia tăng chủ yếu theo tăng trưởng tín dụng; tốc độ còn phụ thuộc vào cơ cấu khách hàng và mức độ rủi ro của danh mục

4.2. Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Trọng số	Giá trị hợp lý (đồng/cp)	Giả định
FCFE	80%	53,465	Mô hình nội tại giai đoạn 2026E–2030E; kết quả nhạy với chi phí vốn chủ sở hữu, tăng trưởng dài hạn và yêu cầu giữ lại vốn (CAR)
P/B tương đối	10%	36,020	P/B mục tiêu 1.29x; xác định từ 50% P/B bình quân CTG giai đoạn 2021–2025 là 1.39x và 50% P/B bình quân nhóm ngân hàng so sánh là 1.18x
P/B hợp lý theo ROE	10%	43,936	P/B hợp lý mục tiêu 1.57x; với ROE chuẩn hóa 19.08%, chi phí vốn chủ sở hữu 13.61% và tăng trưởng dài hạn đạt 4%
Giá trị hợp lý tổng hợp	100%	50,767	Kết hợp FCFE và P/B; tương ứng tiềm năng tăng giá 76.58% so với giá tham chiếu 28,750 đồng/cp ngày 27/07/2026

KHUYẾN CÁO (Miễn trừ trách nhiệm):

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng FNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của FNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ:

Phòng Nghiên cứu Phân tích & Tư vấn Đầu tư – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN FUNAN

Email: research@funan.com.vn

Website : www.funan.com.vn

TRỤ SỞ CHÍNH

Đ/c: Tầng 7 Vincom Center, 72 Lê Thánh Tôn,
Phường Sài Gòn, Tp. Hồ Chí Minh
Tel : (028) 6295.9158
Fax: (028) 6295.9218

CHI NHÁNH SÀI GÒN

Đ/c: 353-353bis-355 An Dương Vương, Phường
Chợ Quán, Tp. Hồ Chí Minh
Tel : (028) 6295.9138
Fax: (028) 6295.9178

CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG

Đ/c: 90-92 Hồ Xuân Hương, Phường Ngũ Hành Sơn,
Thành phố Đà Nẵng
Tel : (0236) 377.9655
Fax: (0236) 377.9656

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Đ/c: Tầng 10, Tòa nhà HAREC, số 4A Láng Hạ,
Phường Giảng Võ, Tp. Hà Nội
Tel : (024) 6283.3666
Fax: (024) 3206 8881